

Band 40

Schriften zur Immobilienökonomie

Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte
Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel

Christoph Holzmann

Entwicklung eines Real Estate Confidence Indicator zur kurzfristigen Konjunktur- prognose auf Immobilien- märkten



EUROPEAN BUSINESS SCHOOL
International University
Schloß Reichartshausen
Private Wissenschaftliche Hochschule



Rudolf Müller

Geleitwort

Die Erforschung von Immobilienzyklen nahm ihren Anfang 1933 mit der Arbeit von Homer Hoyt über die Schwankungen der Landpreise in Chicago. Sie verfügt damit über eine kürzere Tradition als die gesamtwirtschaftliche Konjunkturforschung mit ihren unterschiedlichen theoretischen und empirischen Ausprägungen. Hier hatten verschiedene Volkswirte bereits zu einem früheren Zeitpunkt die Theorie entwickelt, dass die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte einen wichtigen Einfluss auf die Entstehung und den Verlauf von Konjunkturzyklen ausüben. Diese und andere Theorien bildeten einen wichtigen Ausgangspunkt für die spätere Konstruktion von so genannten Geschäftsklimaindikatoren, die die Beurteilungen und Erwartungen von Marktteilnehmern messen und zur Konjunkturprognose einsetzen. Während dieser Ansatz auf dem Gebiet der allgemeinen Volkswirtschaftslehre seit mehr als 50 Jahren mit Erfolg eingesetzt wird und inzwischen zum etablierten Instrumentarium der Konjunkturdiagnose und -prognose gehört, ist er im Rahmen der immobilienwirtschaftlichen Forschung weitestgehend vernachlässigt worden. Zwar bestehen auf internationaler Ebene Bestrebungen, Geschäftsklimaindikatoren auch für Immobilienmärkte zu konzipieren, jedoch stellen sie Ausnahmeerscheinungen dar, die sich zudem überwiegend aus verschiedenen Gründen nicht auf den breiten Erfahrungsschatz der volkswirtschaftlichen Forschung stützen. An dieser Stelle setzt die vorliegende Arbeit an und schließt mit einem innovativen Ansatz sowohl inhaltliche als auch methodische Forschungslücken.

Wie der Titel „Entwicklung eines Real Estate Confidence Indicator zur kurzfristigen Konjunkturprognose auf Immobilienmärkten“ bereits ankündigt, verfolgt die Forschungsarbeit das Ziel, einen Immobilien-Geschäftsklimaindikator zu konzipieren und damit einen wichtigen Beitrag zur Messung und Vorhersage von Immobilienzyklen zu leisten. Zu diesem Zweck ist sie in vier logische Bestandteile gegliedert.

In einem ersten Schritt werden die erforderlichen volkswirtschaftlichen Grundlagen erarbeitet. Dabei wird zunächst dargestellt, welcher Stellenwert Erwartungen in der allgemeinen Konjunkturtheorie beigemessen wird, um zu einem späteren Zeitpunkt ableiten zu können, welche Rolle Erwartungen auf Immobilienmärkten spielen. Darüber hinaus analysiert der Autor auf prägnante Weise die theoretischen Grundlagen und praktischen Konstruktionsweisen von Geschäftsklimaindikatoren sowie die mit dem Konzept verbundenen Möglichkeiten und Einschränkungen. Hiermit liefert er die volkswirtschaftlichen Grundlagen der Arbeit.

In einem zweiten Schritt argumentiert der Autor, dass der Immobilienzyklus ein zweigeteiltes Phänomen darstellt, das in jeder seiner Komponenten für die Entwicklung eines Real Estate Confidence Indicator (RECI) wichtige Charakteristika aufweist. Anschließend erarbeitet er präzise den Stellenwert von Beurteilungen und Erwartungen auf Immobilienmärkten und betritt damit unter akademischen Gesichtspunkten Neuland. Hiermit liefert er die immobilienökonomischen Grundlagen der Arbeit.

Der dritte Schritt beinhaltet einen umfassenden internationalen Fallstudienvergleich, der genau untersucht, welche internationalen Bestrebungen bisher unternommen wurden, um Geschäftsklimaindikatoren für Immobilienmärkte zu konzipieren. Er stellt den ersten empirischen Teil der Arbeit dar und liefert wichtige Erfahrungen aus der Praxis, die bei einer Umsetzung des RECI Beachtung finden müssen.

Der vierte Schritt führt sowohl Theorie als auch Praxis zusammen. Basierend auf dem bisher erarbeiteten Erkenntnisstand und unter Berücksichtigung der Besonderheiten des deutschen Immobilienmarktes schafft er einen innovativen Ansatz für die Entwicklung von Geschäftsklimaindikatoren auf Immobilienmärkten und unterwirft ihn in seinen Grundzügen einer empirischen Überprüfung.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die vorliegende Arbeit einen herausragenden Beitrag zur immobilienökonomischen Forschung darstellt. Wir sind uns sicher, dass sowohl die erarbeiteten theoretischen Erkenntnisse über das Verhalten von Individuen auf Immobilienmärkten als auch die darauf aufbauende Entwicklung eines RECI für Deutschland wichtige Grundlagen liefern, von der zukünftige Arbeiten profitieren werden.

Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS CRE

Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel

IREBS International Real Estate Business School

Universität Regensburg

Regensburg

Vorwort

Rückblickend ist es manchmal erstaunlich wie sich die Dinge fügen. Der Weg, den ich bis heute beruflich gegangen bin, bestand aus vielen kleinen und großen Etappen, die mit vielen kleinen und großen Entscheidungen verbunden waren. Und eine Vielzahl dieser Entscheidungen hatte mit Prof. Dr. Karl-Werner Schulte zu tun, auch wenn der erste Anstoss von meinen Eltern ausging. Meine Eltern hatten sich privat für Immobilien interessiert und so war meine Entscheidung für die ebs letztlich ebenfalls von einem latenten Interesse für Immobilien beeinflusst. Mein Grundstudium an der ebs brachte meine Tätigkeit am Stiftungslehrstuhl Immobilienökonomie und meine Entscheidung für den Master of Science in Real Estate (MSRE) an der Georgia State University in Atlanta mit sich. In Atlanta wiederum entstand mein Interesse für die Gebiete Immobilienzyklen und Immobilieninvestition. Aus ersterem wurde das Thema meiner Dissertation und aus letzterem meine gegenwärtige Tätigkeit im Real Estate Investment Banking. Eine theoretische Beschäftigung mit einem abstrakten Phänomen auf der einen Seite und eine praktische Beschäftigung mit dem Auf und Ab an den Märkten auf der anderen Seite.

Auch wenn eine Dissertation letztlich nur von zwei Händen geschrieben werden kann, so hat dennoch eine Vielzahl von Menschen an ihrer Entstehung mitgewirkt. Allen voran zu nennen ist hier mein Doktorvater Prof. Schulte, der die Idee zu diesem Promotionsthema hatte und damit wieder einmal bewiesen hat, dass er die bewundernswerte Eigenschaft hat, die Immobilienwirtschaft und ihre Bedürfnisse so gut wie kein Zweiter genau zu kennen und zu verstehen. Ihm möchte ich danken für seine konstante Unterstützung, für das Vertrauen in mich und dafür, dass ich dank ihm beruflich und persönlich einen Weg gefunden habe, den ich nicht erwartet hatte und den ich nirgendwo anders hätte finden können. Wahrscheinlich ist es wie Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel einmal zu mir gesagt hat. Seinen Weg finden heißt sich zunächst für einen Weg entscheiden und dann auf der Reise offen zu sein für die Möglichkeiten, die sich eröffnen und die vorher nicht absehbar waren. Ihm möchte ich für diese und andere Worte danken. Darüber hinaus möchte ich Prof. Dr. Joachim Ahrens danken, dass er dafür gesorgt hat, dass ich als BWLER im Rahmen meiner Dissertation nicht vom rechten volkswirtschaftlichen Weg abkomme. Schließlich möchte ich den Kollegen und Mitarbeitern der ebs IMMOBILIENAKADEMIE und des ebs Department of Real Estate danken für ihre Unterstützung sowie für viele spannende und persönlich wertvolle Stunden.

Aus der Forschung außerhalb der ebs und aus der forschungsnahen Praxis möchte ich allen Institutionen und Menschen auf der Welt danken, die mir ihre Zeit für akademisches Coaching geliehen haben. Stellvertretend für alle Anderen möchte ich in diesem Zusammenhang Dr. Gernot Nerb, Erich Gluch, Dr. Helmut Laumer und Dr. Volker Rußig aus dem ifo Institut in München sowie Dr. Johan Snyman von den Medium-Term Forecasting Associates in Stellenbosch, Südafrika, hervorheben. Von ihnen und mit ihrer Hilfe habe ich essentielle Teile meines Wissens über Geschäftsklima- und Konjunkturindikatoren erhalten. Ebenfalls möchte ich in diesem Zusammenhang Prof. Glenn Crellin, Prof. James Leigh, Prof. Glenn Mueller, Prof. Andrew Baum, Prof. Alan Evans, Dr. Robin Goodchild, Nick Tyrell sowie Helge Scheunemann und Matthias Barthauer nennen. Sie haben mir – zusammen mit vielen Anderen – ein besseres Verständnis des konjunkturellen Verhaltens auf Immobilienmärkten und der Implikationen für einen Geschäftsklimaindikator ermöglicht. Schließlich möchte ich mich bei allen Praktikern bedanken, die sich mir für Interviews zur Verfügung gestellt haben. Ohne ihre Antworten sowie ihre konstruktiven Anmerkungen wäre meine Arbeit nicht dort angekommen, wo sie heute steht.

Auch in der Phase der Entstehung einer Dissertation gibt es Hochphasen und darauf folgende Abschwünge. Diese zu meistern erfordert im privaten Bereich die Hilfe von Freunden, die nicht müde werden, „dem Gaul gut zuzureden“. Für mich waren dies insbesondere Prof. Dr. Nico Rottke, Tobias Mueller, Dr. Vera Schüerhoff, Dr. Verena Sturm und Dr. Marc Breidenbach, aber auch alle anderen Freunde, die einfach da waren. Tobias und Vera möchte ich zudem dafür danken, dass ich mich zu gegebener Zeit in ihr Lazarett in Hattenheim einweisen durfte. Darüber hinaus möchte ich denen danken, die während der Korrekturphase jedes Blatt zwei Male gewendet haben: Jochen und Sigrid Holzmann, Dr. Christoph Pitschke, Astrid Wenke und Dr. Sonja Gier. Nicht zuletzt möchte ich Klaus Elmendorff danken, dass er mir als mein Chef bei der Deutsche Bank AG die Freiräume für die Korrektur und Überarbeitung eingeräumt hat, die erforderlich waren.

Mein größter Dank gilt jedoch meiner Familie und insbesondere meinen Eltern. Sie sind die besten Menschen, die ich mir vorstellen kann und ich danke ihnen für alles, was sie mir – weit über das Studium und die Promotion hinaus – ermöglicht haben. Ich danke ihnen dafür, dass es sie gibt und dass sie immer an mich glauben. Ihnen widme ich diese Arbeit.

Inhaltsübersicht

1	Einleitung	1
1.1	Problemstellung	1
1.2	Ziel der Untersuchung	3
1.3	Gang der Untersuchung	4
1.4	Einordnung und Abgrenzung	8
2	Allgemeine Konjunktur	20
2.1	Konjunkturforschung	20
2.2	Geschäftsklimaindikatoren	44
2.3	Zusammenfassung der Ergebnisse	65
3	Immobilienkonjunktur	68
3.1	Immobilienkonjunkturforschung	68
3.2	Immobiliengeschäftsklimaindikatoren	97
3.3	Zusammenfassung der Ergebnisse	128
4	Internationale Immobilienkonjunkturumfragen.....	131
4.1	Untersuchungsaufbau	131
4.2	Polyinstitutionelle Umfragen	143
4.3	Monoinstitutionelle Umfragen	177
4.4	Vergleichende Gegenüberstellung und Zusammenfassung	210
5	Der deutsche Real Estate Confidence Indicator	219
5.1	Vorbemerkung und Definition	219
5.2	Konzeption.....	223
5.3	Kritische Untersuchung des Konstruktes	274
5.4	Zusammenfassung der Ergebnisse	287
6	Zusammenfassung und Ausblick.....	291
6.1	Zusammenfassung	291
6.2	Ausblick	296
	Anhang	299
	Literaturverzeichnis	342

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	IX
Tabellenverzeichnis.....	X
Abkürzungsverzeichnis.....	XI
Symbolverzeichnis	XIV
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Ziel der Untersuchung	3
1.3 Gang der Untersuchung	4
1.4 Einordnung und Abgrenzung.....	8
2 Allgemeine Konjunktur	20
2.1 Konjunkturforschung.....	20
2.1.1 Das Phänomen des Konjunkturzyklus.....	20
2.1.2 Die Ursachen des Konjunkturzyklus.....	25
2.1.2.1 Vorbemerkung.....	25
2.1.2.2 Vorkeynesianische Konjunkturtheorie	26
2.1.2.3 Nicht-walrasianische und walrasianische Konjunkturtheorie	31
2.1.2.4 Experimentelle Konjunkturerklärung	35
2.2 Geschäftsklimaindikatoren.....	44
2.2.1 Theoretische Grundlagen.....	44
2.2.2 Konstruktionsweisen von Geschäftsklimaindikatoren	53
2.2.3 Aussagekraft und Interpretation	58
2.3 Zusammenfassung der Ergebnisse	65
3 Immobilienkonjunktur	68
3.1 Immobilienkonjunkturforschung	68
3.1.1 Die Struktur von Immobilienmärkten	68
3.1.1.1 Teilmärkte des Immobilienmarktes.....	68
3.1.1.2 Das DiPasquale-Wheaton-Modell	71
3.1.1.3 Das Fisher-Modell	73
3.1.1.4 Das Archer-Ling-Modell.....	75
3.1.1.5 Praktische und empirische Besonderheiten	77
3.1.2 Das Phänomen des Immobilienzyklus.....	80
3.1.3 Die Ursachen des Immobilienzyklus.....	83
3.1.3.1 Physische Immobilienzyklen	83
3.1.3.2 Finanzielle Immobilienzyklen.....	90
3.2 Immobiliengeschäftsklimaindikatoren	97
3.2.1 Allgemeine Aussagekraft.....	97
3.2.1.1 Vorbemerkung.....	97
3.2.1.2 Unter Risiko bei Rationalität	100

3.2.1.3	Unter Risiko bei eingeschränkter Rationalität.....	102
3.2.1.4	Unter Ungewissheit bei Rationalität.....	105
3.2.1.5	Unter Ungewissheit bei eingeschränkter Rationalität	107
3.2.1.6	Vergleichende Zusammenführung	110
3.2.2	Aussagekraft auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt.....	111
3.2.2.1	Aus Sicht der Rationalität	111
3.2.2.2	Aus Sicht der Transparenz	118
3.2.2.3	Gesamtaussagekraft	122
3.3	Zusammenfassung der Ergebnisse	128
4	Internationale Immobilienkonjunkturumfragen.....	131
4.1	Untersuchungsaufbau.....	131
4.1.1	Forschungsansatz	131
4.1.2	Methodische Untersuchungskriterien	137
4.1.3	Volkswirtschaftliche Anforderungskriterien	138
4.2	Polyinstitutionelle Umfragen	143
4.2.1	MFA Indicator	143
4.2.2	Texas Real Estate Confidence Index	149
4.2.3	Washington Real Estate Confidence Index	156
4.2.4	New Zealand Property Institute Confidence Indicator.....	159
4.2.5	JLL Investor Sentiment Survey Asia.....	164
4.2.6	DTZ Immobilienbarometer	172
4.3	Monoinstitutionelle Umfragen	177
4.3.1	Korpacez Real Estate Investor Survey	177
4.3.2	FDIC Survey of Real Estate Trends	184
4.3.3	DB Real Estate Survey of Leasing Sentiment	190
4.3.4	PMA Survey of Investor Preference	196
4.3.5	IKB Developer Trends	201
4.3.6	JLL Stimmungsbarometer Deutschland.....	206
4.4	Vergleichende Gegenüberstellung und Zusammenfassung	210
5	Der deutsche Real Estate Confidence Indicator	219
5.1	Vorbemerkung und Definition	219
5.2	Konzeption.....	223
5.2.1	Zielzeitreihe	223
5.2.1.1	Vorbemerkung.....	223
5.2.1.2	Zeitreihen für beide Zyklen	224
5.2.1.3	Zeitreihen im physischen Immobilienzyklus.....	226
5.2.1.4	Zeitreihen im finanziellen Immobilienzyklus.....	231
5.2.2	Institutionelle Abdeckung.....	233
5.2.2.1	Vorbemerkung.....	233
5.2.2.2	Investoren.....	237

5.2.2.3	Fremdfinanzierer	242
5.2.2.4	Projektentwickler	245
5.2.2.5	Nutzer.....	248
5.2.3	Typologische Abdeckung	249
5.2.4	Regionale Abdeckung	251
5.2.5	Fragenprogramm.....	252
5.2.6	Probeerhebung.....	261
5.2.7	Methodik.....	263
5.3	Kritische Untersuchung des Konstruktes.....	274
5.3.1	Einschränkungen.....	274
5.3.1.1	Inhaltliche Einschränkungen	274
5.3.1.2	Methodische Einschränkungen	276
5.3.1.3	Psychologische Einschränkungen.....	278
5.3.1.4	Institutionelle Einschränkungen.....	283
5.3.2	Nutzen	285
5.3.2.1	Für die Forschung	285
5.3.2.2	Für die Praxis	286
5.4	Zusammenfassung der Ergebnisse	287
6	Zusammenfassung und Ausblick	291
6.1	Zusammenfassung	291
6.2	Ausblick	296
Anhang	299
Literaturverzeichnis	342

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Aufbau und Gang der Untersuchung	6
Abbildung 2:	Haus der Immobilienökonomie	9
Abbildung 3:	Real Estate Cycles Research Framework	14
Abbildung 4:	Konjunkturzyklus nach Haberler	21
Abbildung 5:	Psychologische Überreaktionen im Konjunkturzyklus	38
Abbildung 6:	Chronologische Abfolge von Indikatoren	46
Abbildung 7 :	Subjektive und objektive Indikatoren	50
Abbildung 8 :	Subjektive und objektive Kaufbereitschaft	51
Abbildung 9:	ifo Konjunkturuhr	61
Abbildung 10:	Das DiPasquale-Wheaton-Modell	72
Abbildung 11:	Das Fisher-Modell	74
Abbildung 12:	Das Archer-Ling-Modell	76
Abbildung 13:	Mit Immobilienzyklen assoziierte Begriffe	82
Abbildung 14:	Vier Phasen des physischen Immobilienzyklus	85
Abbildung 15:	Zusammenspiel der beiden Immobilienzyklen	91
Abbildung 16:	The LaSalle Grid	96
Abbildung 17:	Der psychologische Faktor im Immobilienzyklus	110
Abbildung 18:	Beziehungen zwischen Akteuren am Immobilienmarkt	234
Abbildung 19:	Bestand an gewerblichen Hypothekarkrediten in 2004	244
Abbildung 20:	Magisches Dreieck des RECI	266

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Gegenseitige Kritikpunkte unterschiedlicher Ansätze.....	36
Tabelle 2:	Theoriegenerierung durch fallstudienbasierte Forschung .	132
Tabelle 3:	Methodische Untersuchungskriterien	138
Tabelle 4:	Gestaltungskriterien für Konjunkturumfragen	253
Tabelle 5:	Regional-typologische Matrix des Fragebogens	259
Tabelle 6:	Berechnung des Kontrapositionssaldos	267
Tabelle 7:	Auswertung polyinstitutionelle Umfragen (I)	301
Tabelle 8:	Auswertung polyinstitutionelle Umfragen (II)	302
Tabelle 9:	Auswertung polyinstitutionelle Umfragen (III)	303
Tabelle 10:	Auswertung monoinstitutionelle Umfragen (I).....	304
Tabelle 11:	Auswertung monoinstitutionelle Umfragen (II).....	305
Tabelle 12:	Auswertung monoinstitutionelle Umfragen (III).....	306
Tabelle 13:	Musterfragebogen für Projektentwickler (I).....	307
Tabelle 14:	Musterfragebogen für Projektentwickler (II).....	308
Tabelle 15:	Musterfragebogen für Investoren (I)	309
Tabelle 16:	Musterfragebogen für Investoren (II).....	310
Tabelle 17:	Musterfragebogen für Fremdfinanzierer (I).....	311
Tabelle 18:	Musterfragebogen für Fremdfinanzierer (II).....	312
Tabelle 19:	Musterfragebogen für Maklerunternehmen (I).....	313
Tabelle 20:	Musterfragebogen für Maklerunternehmen (II).....	314

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
ARES	American Real Estate Society
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BER	Bureau for Economic Research, Stellenbosch
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
BVUK	Betriebliche Versorgungswerke für Unternehmen und Kommunen
BWL	Betriebswirtschaftslehre
CIA	Central Intelligence Agency
CGI	Commerz Grundbesitz Invest
CIRET	Centre for International Research on Economic Tendency Surveys, Munich
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CW	Cushman & Wakefield
DB	Deutsche Bank
DCR	debt coverage ratio
DID	Deutsche Immobilien Datenbank
DIFA	Deutsche Immobilien Fonds AG
DIP	Deutsche Immobilien Partner
Dix	Deutscher Immobilien Index
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
DTZ	Debenham Tie Leung International Property Advisers
DVCS	Deutscher Verband Chartered Surveyors
FIABCI	Fédération Internationale des Administrateurs de Biens Conseils Immobiliers
FDIC	Federal Insurance Deposit Corporation
gif e.V.	Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V.
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.
GfK	Gesellschaft für Konsumforschung
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GRI	Global Real Estate Institute

HBG	Hypothekenbankgesetz
ifo	Information und Forschung
IKB	Deutsche Industriebank AG
Immoebis	Verein der Ehemaligen und Förderer der Post-Graduate-Studiengänge zur Immobilienökonomie an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL e.V.
IPD	Investment Property Databank
IPF	Investment Property Forum
IRES	International Real Estate Society
IVD	Immobilienverband Deutschland
IVG	Industrieverwaltungsgesellschaft
InvG	Investmentgesetz
JLL	Jones Lang LaSalle
JRER	Journal of Real Estate Research
KYI	Korpacz Yield Indicator
LTAO	long-term average occupancy
LTV	loan to value ratio
MFA	Medium-Term Forecasting Associates
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
n.a.	Nicht anwendbar
NBER	National Bureau of Economic Research (Cambridge/New York City)
NCM	Neue Klassische Makroökonomik
NKM	Neue Keynesianische Makroökonomik
NOI	net operating income
NZPI	New Zealand Property Institute
OAR	overall capitalisation rate
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris
o.V.	ohne Verfasser
PfandBG	Pfandbriefgesetz
PMA	Property Market Analysis LLP
RBC	Real Business Cycles
RDM	Ring Deutscher Makler

RECI	Real Estate Confidence Indicator
RECI	Real Estate Confidence Index
RECI	Real Estate Cycle Indicator
REITs	Real Estate Investment Trusts
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
SARB	South African Reserve Bank
SAREP	Society of Accredited Real Estate Programs
SB	Stimmungsbarometer
ULI	Urban Land Institute
U.S.	United States
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VdB	Bundesverband deutscher Banken
VdH	Verband deutscher Hypothekenbanken
VDM	Verband Deutscher Makler für Grundbesitz, Hausverwaltung und Finanzierung
vdp	Verband deutscher Pfandbriefbanken
VGF	Verband Geschlossene Fonds
VÖB	Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands
WHK	Wiederherstellungskosten
yr	Year
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
ZIÖ	Zeitschrift für Immobilienökonomie

Symbolverzeichnis

α	Parameter, der eine im gleichen Ausmaß stattfindende Veränderung nach oben und nach unten unterstellt
A	Angebot
A_x	Parameter, der für die prozentualen Anteile der auf die Frage A gegebenen Antworten in allen Antwortkategorien abbildet
B	Bauvolumen
B_x	Parameter, der für die prozentualen Anteile der auf die Frage B gegebenen Antworten in allen Antwortkategorien abbildet
C	Konjunkturkomponente
dK	Abgang an Flächen vom Markt
ΔK	Veränderung des Kapitalstocks
ΔK_{t+n}	Erwartete konjunkturelle Veränderung zum Zeitpunkt $t+n$
€	Euro
GE	Geschäftserwartungen
GL	Geschäftslage
HK	Herstellungskosten
K	Kapitalstock
K_t	Konjunktur zum Zeitpunkt t
i	Kapitalisierungszins
I	Irreguläre Komponente
m ²	Quadratmeter
M	Marktpreis
n	Parameter, der stellvertretend für eine natürliche Zahl steht
N	Nachfrage
P	Objektpreis
p_m	Mietpreis
S	Saisonkomponente
t	Zeitpunkt
t_0	Zeitpunkt 0
t_1	Zeitpunkt 1
T	Trendkomponente
x_t^+	Prozentanteil der Befragten mit „gut“- bzw. „eher günstiger“-Antworten
x_t^-	Prozentanteil der Befragten mit „schlecht“- bzw. „eher ungünstiger“-Antworten

y_{t+n}	zukünftige Veränderungstendenz einer betrachteten Zielvariablen y zum Zeitpunkt $t+n$
-----------	---

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Gegen Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre waren die Immobilienmärkte in den Vereinigten Staaten und in mehr als 20 weiteren Ländern starken zyklischen Schwankungen unterworfen, die sowohl auf Projektentwicklerseite als auch unter Fremdkapitalgebern und Investoren zu schweren Kapitalverlusten führten.¹ Diese Erfahrungen steigerten in erheblichem Maße das Interesse von Forschern und Praktikern an der Untersuchung der Eigenschaften und Ursachen von Immobilienzyklen und an der Prognose von deren Verläufen. Trotz weit reichender globaler Anstrengungen, den Umgang mit einem der komplexesten Aspekte der Immobilienökonomie zu systematisieren und zu vereinfachen, existieren jedoch bisher weder ein allgemeines theoretisches Fundament noch gemeinsame Begrifflichkeiten, Forschungsansätze oder Methodiken.² Während es heutzutage auf den relativ transparenteren angloamerikanischen Immobilienmärkten möglich ist, Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage in einem relativ frühen Stadium zu identifizieren,³ fällt die Entscheidungsfindung auf Basis unterschiedlicher und teilweise gegenläufiger Theorien besonders in denjenigen Ländern schwerer, in denen die notwendige Datenbasis fehlt, um Marktbewegungen angemessen abbilden zu können. Je begrenzter der Rahmen für objektive Prognosen ausfällt, desto mehr Raum bleibt für diejenigen subjektiven und potenziell unbegründeten Erwartungen, die sich für das Gleichgewicht auf Immobilienmärkten historisch als am gefährlichsten erwiesen haben.

Bereits gegen Ende des 19. Jahrhunderts und Anfang des 20. Jahrhunderts stellten Konjunkturforscher fest, dass Erwartungen eine wichtige Rolle bei der Entstehung und dem Verlauf von Zyklen spielen. Basierend auf diesen Erkenntnissen entwickelten Institutionen in allen Industrienationen so genannte Konjunkturumfragen, um die Erwartungen der Marktteilnehmer abzubilden und aus ihnen qualitative Konjunkturindikatoren zur Vorhersage von zyklischen Wendepunkten abzuleiten. Auf europäischer Ebene wurden die betreffenden Umfragen im Zeitverlauf harmonisiert, so dass inzwischen ein Vergleich von ökonomischen Erwartungen, ökonomischem Handeln und ökonomischer Wirkung möglich ist. Da sich die daraus abgeleiteten Indikatoren haupt-

¹ Vgl. Goetzmann/Wachter (1995), S. 3f.

² Vgl. Pyhrr et al. (2003), S. 2f.

³ Vgl. Mueller (2002), S. 120.

sächlich auf Volkswirtschaften im Ganzen beziehen und meistens nur ein ungenauer Zusammenhang zwischen dem gesamtwirtschaftlichen Konjunkturverlauf und dem konjunkturellen Umfeld in unterschiedlichen Branchen oder auf Unternehmensebene besteht, ist ihr Nutzen für einzelne Wirtschaftszweige begrenzt.⁴ Zunehmend werden daher Konjunktumfragen konzipiert, die den Charakteristika einzelner Branchen Rechnung tragen.⁵ Dies gilt auch für die Immobilienbranche, da Forscher vor allem in den Vereinigten Staaten im Lauf der letzten Jahre begonnen haben, Ansätze zu entwickeln, um Konjunktumfragen auch auf den Immobilienmarkt zu übertragen. Dass sie damit bestehende Forschungslücken schließen, belegen Aussagen international führender Immobilienkonjunkturforscher aus dem Jahre 2003: „Shifting analysis to an ex ante cycle framework requires the development of forecasting and estimation techniques not commonly used in real estate markets. Since all exogenous factors cannot be quantitatively measured, qualitative variables also need to be integrated into realistic frameworks for evaluation of future economic and market scenarios“.⁶

Es ist unbestreitbar, dass jede ökonomische Entscheidung vor dem Hintergrund von zukünftigen Entwicklungen und Ereignissen getroffen wird, die lediglich als wahrscheinlich eingestuft werden können. Aus diesem Grund sind Prognosen von höchster Bedeutung für Entscheidungsträger in allen Branchen und Märkten.⁷ Eine Umfrage, die im Jahr 2000 von der Universität Potsdam unter 482 führenden Akteuren auf den deutschen Immobilienmärkten durchgeführt wurde, zeigte jedoch, dass eine große Mehrheit der Marktteilnehmer zukünftig mit einer schwierigeren bzw. sehr viel schwierigeren Vorhersagbarkeit gewerblicher Immobilienmärkte in Deutschland rechnete.⁸ Gleichzeitig schien der strategische Gebrauch von Prognoseinstrumenten im Jahr 2001 für viele Marktteilnehmer eher die Ausnahme denn die Regel darzustellen, auch wenn sie mehrheitlich mit einer steigenden Bedeutung von Prognosemodellen rechneten.⁹ Während dies bei kleinen und mittleren Unternehmen auf der einen Seite auf eine fehlende methodische Vertrautheit zurückgeführt werden kann,¹⁰ spielt auf der anderen Seite gerade auf Immobilienmärkten das schlichte Fehlen adäquater Instrumente und Datenreihen eine große Rolle.

⁴ Vgl. Oppenländer (1995c), S. 196.

⁵ Vgl. OECD (2003), S. 8.

⁶ Pyhrr et al. (2003), S. 10.

⁷ Vgl. Oppenländer (1995c), S. 193.

⁸ Vgl. Hübner (2002), S. 58f.

⁹ Eine im Rahmen des DTZ Immobilienbarometers durchgeführte Sonderbefragung ergab, dass lediglich 46% der Marktteilnehmer die gegenwärtige Bedeutung von Prognosemodellen als hoch oder sehr hoch einschätzen. 80% der Befragten gingen von einer zukünftig hohen oder sehr hohen Bedeutung aus. Vgl. o. V. (2001), S. 3; DTZ Consulting GmbH (2001), S. 38.

¹⁰ Vgl. Oppenländer (1995c), S. 197.

Ein solches Fehlen von Instrumenten zur Konjunkturprognose auf Immobilienmärkten erweist sich nicht nur für die direkt betroffenen Marktteilnehmer als kritisch, sondern ist ebenfalls für andere Branchen und für die Wirtschaftspolitik im Allgemeinen unter vier Gesichtspunkten als problematisch einzustufen. Erstens haben Immobilienmärkte einen bedeutsamen Anteil an der jährlichen Wertschöpfung einer Volkswirtschaft inne¹¹ und stehen als Anlageobjekte stellvertretend für einen hohen Anteil am investierten Vermögen.¹² Zweitens stellen fehlende gewerbliche Immobilien als Produktionsfaktoren während eines konjunkturellen Hochs ein Wachstumshindernis dar, da eine Expansion zusätzliche Mietfläche erfordert, entsprechender Raum jedoch nicht zur Verfügung steht. Umgekehrt drücken leer stehende Gebäude während einer konjunkturellen Abkühlung eine unproduktive Bindung von Ressourcen aus, die unter gesamtwirtschaftlichen Gesichtspunkten einem besseren Zweck hätten zugeführt werden können. Drittens besichern Immobilien viele gewerbliche Darlehen und Kredite, so dass Fluktuationen von Immobilienpreisen sowohl einen Einfluss auf Konditionen und Volumina bei Kreditneuzusagen als auch auf die Qualität des Kreditbestands und somit auf die Stabilität des Finanzsystems insgesamt haben. Schließlich hängt der Zugang zu Fremdkapital in dem Ausmaß von Immobilienzyklen ab, in dem Banken selbst über eigene Immobilienbestände verfügen, da Abschwünge in diesem Fall sowohl die Liquidität als auch die Eigenkapitalbasis schwächen und somit die mögliche Fremdmittelvergabe unabhängig von der Bonität des Schuldners oder des Projektes einschränken.¹³

1.2 Ziel der Untersuchung

Vor dem Hintergrund der beschriebenen Notwendigkeit einer besseren Vorhersagbarkeit von Immobilienzyklen verfolgt die vorliegende Dissertation das Ziel, den umfragebasierten Konjunkturindikatorenansatz auf den deutschen Immobilienmarkt anzuwenden und dadurch eine bessere kurz- bis mittelfristige Prognose konjunktureller Wendepunkte zu ermöglichen. Dieses Oberziel lässt sich insgesamt in drei Unterziele aufteilen. In einem ersten Schritt zielt die Untersuchung darauf ab, basierend auf relevanten Ansätzen der klassischen und modernen Konjunkturerklärung sowie der immobilienbezogenen Konjunkturforschung das theoretische Fundament für die Konzeption

¹¹ Dies gilt sowohl für den in seiner Bedeutung tendenziell zwar abnehmenden, aber immer noch gewichtigen Bausektor – vgl. Barras (2001), S. 303-306 – als auch für den relativ konstant bedeutsamen Immobilienmarkt insgesamt – vgl. Hu/Pennington-Cross (2001), S. 175f.

¹² Vgl. Hess/Liang (2003), S. 6-13; Hartzell/Pitman/Downs (1994), S. 210f.

¹³ Vgl. Borio/Lowe (2003), S. 264; Collins/Senhadi (2003), S. 102-120; Herring/Wachter (2003), S. 217-227; Trichet (2003), S. 15-22; Key et al. (1994), S. 92.

eines solchen Indikators abzuleiten. Dabei soll insbesondere untersucht werden, welchen Einfluss Erwartungen auf den Verlauf von Immobilienzyklen ausüben, da erst Klarheit in diesem Punkt ein Urteil über die Notwendigkeit eines betreffenden Indikators ermöglicht. In einem zweiten Schritt werden im Rahmen einer strukturierten Fallstudienanalyse internationale Bestrebungen, den Immobilienzyklus oder Teile von ihm über umfragebasierte Konjunkturindikatoren abzubilden oder vorherzusagen, systematisch analysiert und bewertet. Dieses geschieht mit dem Ziel, aus den Erfahrungen internationaler immobilienökonomischer Forscher bei der Erstellung vergleichbarer Indikatoren zu lernen, wie der Ansatz an die Eigenschaften und Erfordernisse von Immobilienmärkten angepasst werden kann. Schließlich wird, basierend auf den theoretischen und praktischen Erkenntnissen der ersten beiden Schritte, ein individueller Ansatz zur Konzeption eines so genannten Real Estate Confidence Indicator (RECI) für den deutschen Immobilienmarkt entwickelt, der sowohl nationale Eigenheiten als auch individuelle Rahmenbedingungen berücksichtigt. Die Möglichkeit der Erfüllung des dritten Ziels hängt in direkter Weise von dem Zielerreichungsgrad bei den ersten beiden Zielen ab. Vor diesem Hintergrund wird den drei Teilen der Dissertation jeweils ein in etwa gleicher Anteil der Arbeit gewidmet.

1.3 Gang der Untersuchung

Die Untersuchung ist in insgesamt sechs Kapitel untergliedert. Im ersten Kapitel folgt auf die Problemstellung, das Ziel der Untersuchung und den Gang der Untersuchung als weiterführende Begründung der darauf folgenden Vorgehensweise die wissenschaftliche Einordnung des gewählten Forschungsansatzes. Kapitel 2 liefert das notwendige theoretische Fundament, um ein angemessenes Verständnis der bei der Entwicklung eines umfragebasierten Konjunkturindikators zu berücksichtigenden Mechanismen und anzuwendenden Methoden zu gewährleisten. Da sich Konjunkturindikatoren auf den Konjunkturzyklus im Allgemeinen beziehen, behandelt der erste Teil des Kapitels die Definition des Konjunkturbegriffs und stellt wichtige Theorien über Einflüsse von Beurteilungen, Erwartungen und Handlungen der Wirtschaftssubjekte auf das Entstehen und den Verlauf von Konjunkturzyklen vor. Als Elemente, die einen psychologischen Einfluss auf das Konjunkturphänomen ermöglichen bzw. ausschließen, identifiziert er einerseits die Rationalität des Individuums und andererseits den ihm zur Verfügung stehende Informationsstand (Abschnitt 2.1). Der zweite Teil setzt sich in besonderem Maße mit der Funktionsweise von als Geschäftsklimaindikatoren bezeichneten, qualitativen Konjunkturindikatoren als einem Ansatz zur Prognose von konjunkturellen Wendepunkten auseinander und grenzt ihn von alternativen Ansätzen

mit gleicher Zielsetzung ab. Dass Geschäftsklimaindikatoren den hohen an sie gerichteten Erwartungen gerecht werden können, erfordert die Übereinstimmung mit den theoretischen Erkenntnissen und praktischen Methoden international führender Institutionen. Nach deren Darstellung erfolgt eine Analyse der Möglichkeiten und Grenzen des Einsatzes von Geschäftsklimaindikatoren (Abschnitt 2.2). Das Kapitel schließt mit einer Zusammenfassung der wichtigsten Inhalte und Ergebnisse.

Aufbauend auf den Ergebnissen des vorangegangenen Kapitels liefert Kapitel 3 die immobilienökonomischen theoretischen Grundlagen für eine angemessene und stringente Konzeption des RECI. Im Zuge der Entwicklung eines Instruments, das zyklische Schwankungen in einem bestimmten Markt anzuzeigen vermag, erweist sich zunächst ein grundlegendes Verständnis der auf diesen Markt einwirkenden ökonomischen Kräfte sowie der bestehenden Anpassungsprozesse als unerlässlich. Zu diesem Zweck behandelt Abschnitt 3.1 zunächst die theoretischen Modelle der Funktionsweise von Immobilienmärkten und geht dabei auch auf wichtige praktische und empirische Besonderheiten ein, die die Methodik, Funktionsweise und die Aussagekraft des zu konzipierenden Indikators berühren. Spiegelbildlich zu der Vorgehensweise in Abschnitt 2.1 wird daraufhin erstens auf das Konzept von Immobilienzyklen eingegangen. Zweitens werden die Ursachen von Immobilienzyklen dargestellt, wobei angesichts eines Mangels an etablierten Theorien vor allem der Ansatz von Mueller (1995) Berücksichtigung findet und durch Erkenntnisse anderer Forscher untermauert wird. Der auf diese Weise dargestellte und erweiterte theoretische Rahmen bildet eine wichtige Grundlage für die Konzeption des Real Estate Confidence Indicator.

Der zweite Teil des Kapitels (Abschnitt 3.2) schafft die Grundlagen für den Einsatz von Geschäftsklimaindikatoren auf Immobilienmärkten. Zunächst wird theoretisch erarbeitet, inwiefern Immobiliengeschäftsklimaindikatoren unter verschiedenen Konstellationen von Informationsverfügbarkeit und Rationalität (also im Rahmen der in Abschnitt 2.1 identifizierten Unterscheidungsmerkmale) Nutzen stiften und umgesetzt werden können. Danach wird argumentiert, welche Konstellation auf Immobilienmärkten im Allgemeinen und auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt im Besonderen vorherrscht und warum vor diesem Hintergrund die Schaffung eines Real Estate Confidence Indicator geboten ist. Das Kapitel schließt mit einer Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse.

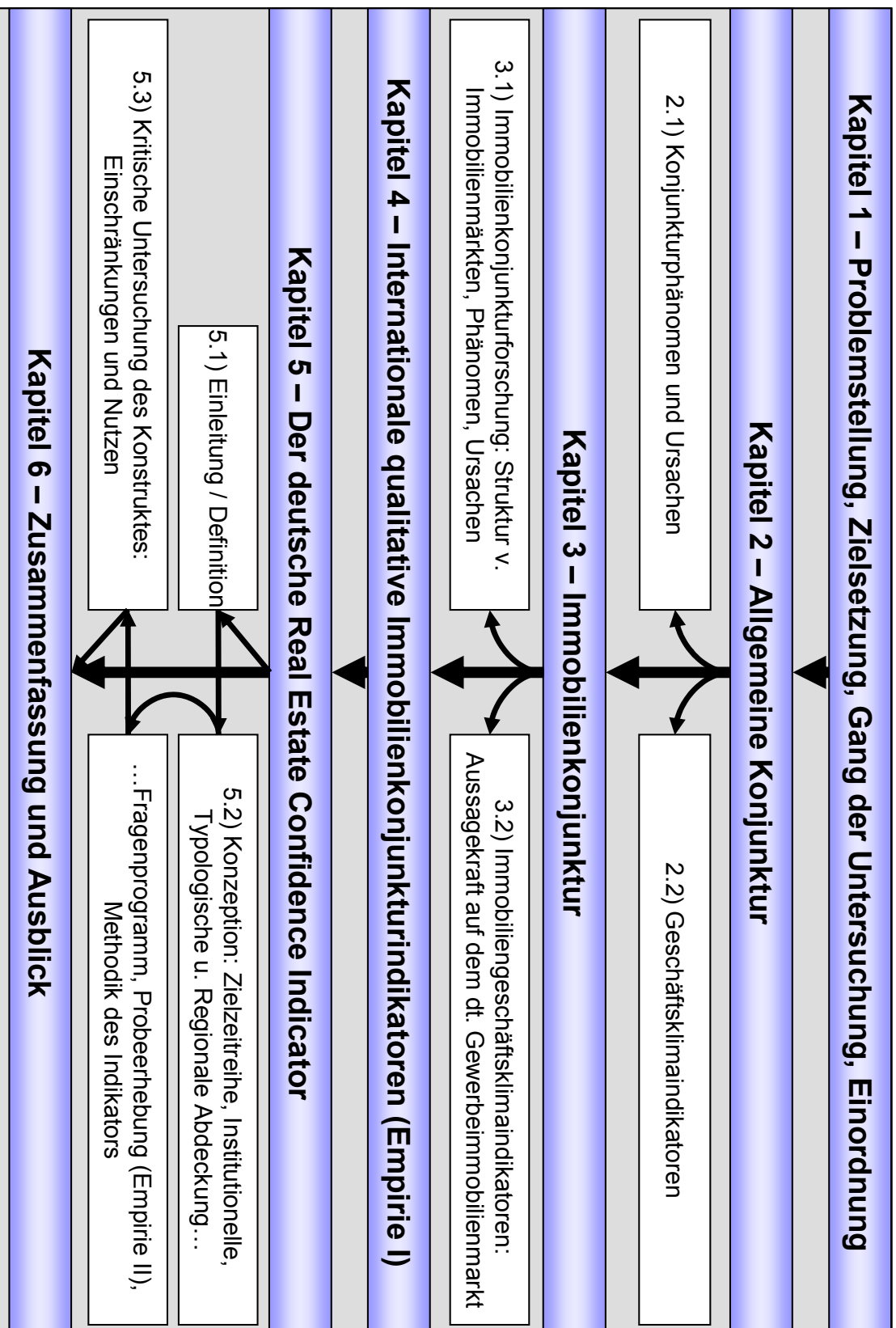


Abbildung 1: Aufbau und Gang der Untersuchung

Um in Kapitel 4 eine unter akademischen Gesichtspunkten und im Sinne des Forschungsziels als zweckdienlich einzustufende Untersuchung internationaler immobilienökonomischer Konjunkturumfragen durchführen zu können, ist ein stringentes und theoretisch abgesichertes Vorgehen erforderlich. Abschnitt 4.1 kombiniert zu diesem Zweck führende internationale Forschungsansätze unterschiedlicher Fachgebiete zu einem optimal auf die Zielsetzung der Arbeit abgestimmten Untersuchungsaufbau. Er findet im Verlauf des Kapitels seine Anwendung sowohl bei der Untersuchung von sechs Erhebungen, die mehrere Gruppen von Marktteilnehmern abdecken (Abschnitt 4.2 Polyinstitutionelle Umfragen), als auch bei der Analyse von sechs weiteren Umfragen, die sich auf einzelne Gruppen fokussieren (Abschnitt 4.3 Monoinstitutionelle Umfragen). Es folgt eine Untersuchung jeder einzelnen Fallstudie auf Konsistenz, wobei die Analyse von Parallelen und Unterschieden zu anderen Fallstudien sowie Abweichungen von und Übereinstimmungen mit bereits dargestellten Theorien aus methodischen Gründen zunächst unterlassen werden. Das Kapitel schließt mit einem strukturierten Vergleich der wichtigsten Erkenntnisse und der Ableitung von Hypothesen, die über das Phänomen qualitativer Konjunkturbetrachtung auf Immobilienmärkten gewonnen wurden (Abschnitt 4.4).

Kapitel 5 bildet den Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit. Es stützt sich sowohl auf die theoretischen Fundamente aus den Kapiteln 2 und 3 als auch auf die in Kapitel 4 erhobenen internationalen praktischen Erfahrungen im Umgang mit qualitativen Immobilienkonjunkturindikatoren. Da bisher in der Literatur keine Definition des Begriffs des Real Estate Confidence Indicator besteht, führt Abschnitt 5.1 basierend auf den gewonnenen Erkenntnissen die erste Definition eines solchen Konstruktes ein. In einem nächsten Schritt legt Abschnitt 5.2 die dem zu entwickelnden Indikator zugrunde liegende Konzeption fest. Zunächst erfolgt zu diesem Zweck die Diskussion einer angemessenen Zielzeitreihe, an der der prognostische Erfolg des Indikators gemessen werden kann. Diese in der Literatur bisher lediglich am Rand geführte Diskussion erfolgt insbesondere vor dem Hintergrund der in Deutschland zur Verfügung stehenden Zeitreihen (Punkt 5.2.1). Danach erfolgt eine Erarbeitung derjenigen Gruppen, die den Immobilienzyklus am stärksten beeinflussen und deren Einbezug sich aus diesem Grund als unerlässlich erweist (Punkt 5.2.2). Weitere Schritte umfassen die Ableitung der wichtigsten abzudeckenden Immobilientypen (Punkt 5.2.3) sowie der wichtigsten zu erfassenden Regionen (Punkt 5.2.4). Alle bis zu diesem Zeitpunkt zur Verfügung stehenden Zwischenergebnisse bilden die Basis für eine Diskussion der Eckpfeiler des Fragenprogramms für einen deutschen RECI und für die Aufstellung eines ersten Fragebogens (Punkt 5.2.5). Punkt 5.2.6 enthält den zweiten – kleineren – empirischen

Teil der vorliegenden Arbeit. Es stellt die Ergebnisse einer Testbefragung dar, in deren Verlauf ausgewählten Experten aus dem ifo Institut, aus internationalen Forschungsinstitutionen und aus der deutschen Immobilienwirtschaft jeweils ein Musterfragebogen vorgelegt wurde. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse fanden ihre Berücksichtigung in der Aufstellung finaler Fragebögen für jede einzelne der genannten Gruppen. Der konzeptionelle Teil des Kapitels schließt mit einer umfassenden Diskussion der bei der erstmaligen Erstellung und dauerhaften Fortführung eines RECI anzuwendenden Methodik (Punkt 5.2.7).

Trotz der potenziellen Verbesserungen, die ein RECI für den deutschen Immobilienmarkt mit sich bringen kann, stellt er ein neues Konstrukt dar und muss daher kritisch hinterfragt werden, um theoretische und konzeptionelle Fehler zu vermeiden. Dieser Aufgabe nimmt sich Abschnitt 5.3 an. Auf eine Analyse der potenziellen Einschränkungen in der Anwendung und der Interpretation folgt eine Darstellung der Vorteile, die mit einem funktionierenden RECI verbunden wären. Das Kapitel schließt mit einer Zusammenfassung der zentralen Ergebnisse (Abschnitt 5.4).

In einem letzten Schritt fasst Kapitel 6 alle Erkenntnisse der Dissertation zusammen und schließt mit einem Ausblick über den Stellenwert und das Potenzial des Ansatzes sowie über weiteren Forschungsbedarf.

1.4 Einordnung und Abgrenzung

Wie bei jeder immobilienökonomischen Forschungsleistung stellt sich auch im Rahmen der vorliegenden Arbeit die Frage nach der Einordnung in den Rahmen der bisherigen wissenschaftlichen Erkenntnisse und nach der Schließung bestehender inhaltlicher Lücken. Zunächst wird daher bestimmt, was den Kern der immobilienökonomischen Forschung ausmacht. In diesem Zusammenhang wird in der Tradition von Schulte argumentiert, innerhalb derer die Immobilienökonomie als interdisziplinäres Forschungsgebiet aufgefasst wird.¹⁴

¹⁴ Vgl. Schulte (2002a), S. 12.

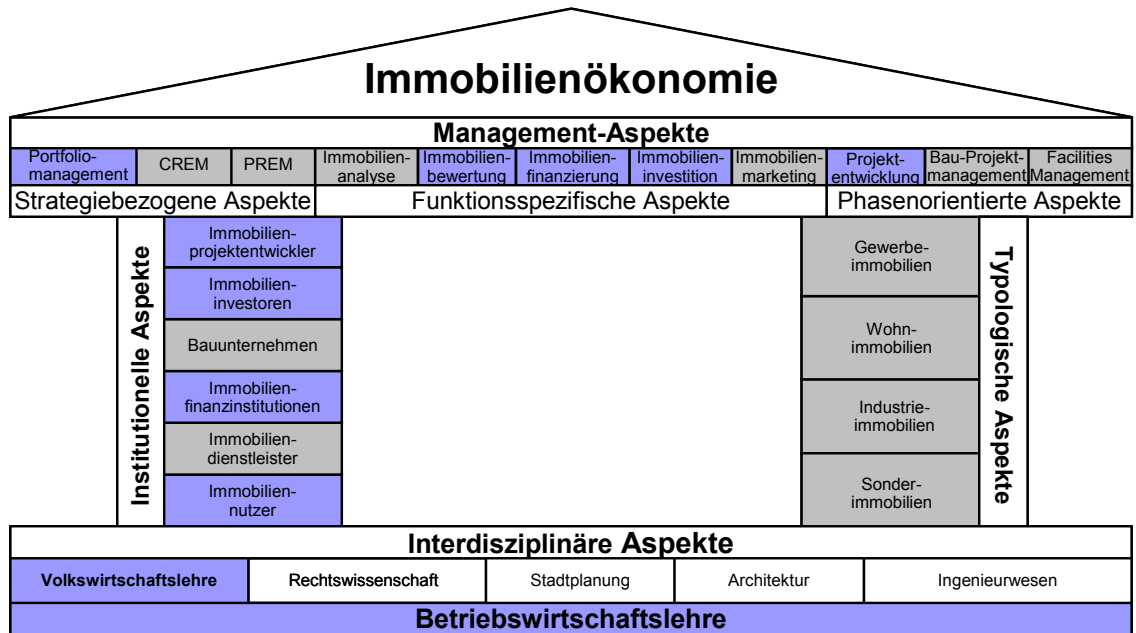


Abbildung 2: Haus der Immobilienökonomie¹⁵

Im Mittelpunkt des Gesamtkonzeptes der Immobilienökonomie steht „die Erklärung und Gestaltung realer Entscheidungen von mit Immobilien befassten Wirtschaftssubjekten“¹⁶. Ziel ist es, die Entscheidungsprozesse der Marktteilnehmer durch die explizite Berücksichtigung von bspw. konjunkturellen Einflüssen auf Immobilienmärkten zu unterstützen und durch Lösungshilfen zu deren Verbesserung beizutragen. Dabei werden in problemorientierter Weise die „tatsächlichen Prämissen und Bedingungen, unter denen Institutionen, Objekte, Funktionen und Prozesse in immobilienbezogenen Fragestellungen zusammenwirken“¹⁷, untersucht. Grafisch veranschaulicht wird die Immobilienökonomie durch das Haus der Immobilienökonomie,¹⁸ ein am Anfang der neunziger Jahre an der European Business School (ebs), Oestrich-Winkel, entwickeltes Lehr- und Forschungskonzept (vgl. Abbildung 2).¹⁹

Das Fundament des Hauses und damit den allgemeinen Rahmen für die Immobilienökonomie bildet die Betriebswirtschaftslehre. Die theoretische Basis wird darüber hinaus um die „Interdisziplinären Aspekte“ ergänzt, da nur ihr Einbezug das Verständnis immobilienökonomischer Sachverhalte in angemessener Weise ermöglicht. Dies gilt insbesondere für den Bereich der Immobilienzyklen als Teil der Volkswirtschaftsleh-

¹⁵ Quelle: ebs Department of Real Estate.

¹⁶ Schulte (2000), S. 37.

¹⁷ Schulte (2000), S. 37f.

¹⁸ Vgl. Schulte/Schäfers (2005), S. 58-64.

¹⁹ Vgl. Schulte (2002a), S. 8.

re, da sie entscheidenden Einfluss auf den Erfolg oder Misserfolg von Engagements auf allen Immobilienmärkten nehmen: „Real estate cycles have been a significant underlying reason for the financial successes and failures of real estate investments throughout history“²⁰. Unter diesen Umständen kommt der analytischen Präzision bei der umfassenden Beobachtung der Entwicklung einer Vielzahl von nachfrage- und angebotsrelevanten Variablen wie bspw. Zinsniveau, Inflation, Beschäftigungsniveau sowie Wirtschaftswachstum eine besondere Rolle zu. Diese Aussage gilt in gleichem Maße für die Beobachtung der Entwicklung von Erwartungen verschiedener Gruppen von Marktteilnehmern. Aspekte der Stadtplanung, der Architektur, des Ingenieurwesens und der Rechtswissenschaften spielen demgegenüber an dieser Stelle lediglich eine nachrangige Rolle.

Die tragenden Säulen des Hauses der Immobilienökonomie werden durch die „Institutionellen Aspekte“ und durch die „Typologischen Aspekte“ der Immobilienökonomie dargestellt, die sich einerseits mit den Charakteristika und dem Zusammenwirken der Akteure am Markt sowie andererseits mit den verschiedenartigen Immobilientypen auseinandersetzen. Im Rahmen der immobilienwirtschaftlichen Konjunkturforschung und insbesondere der vorliegenden Arbeit untersucht die Immobilienökonomie die am Markt aktiven Gruppen von Marktteilnehmern sowie den Einfluss ihrer Erwartungen und Handlungen auf den Verlauf eines Immobilienzyklus. Dabei wird ein Schwerpunkt auf die Gruppen der Immobilieninvestoren, Fremdfinanzierer, Projektentwickler und Immobiliennutzer gelegt.²¹ In Bezug auf die typologischen Aspekte stehen im Verlauf der weiteren Untersuchung gewerbliche Immobilien im Allgemeinen und Büro- sowie Einzelhandelsimmobilien im Besonderen im Vordergrund.²²

Im Dach des Hauses der Immobilienökonomie kommen Betrachtungen des Lebenszyklus, der Strategie und der Funktion zum Tragen. Sie alle haben einen hohen Stellenwert für die Immobilienökonomie und werden allgemein als „Phasenorientierte Aspekte“, „Funktionsspezifische Aspekte“ und „Strategiebezogene Aspekte“ unter dem Begriff der „Management-Aspekte“ zusammengefasst. Zwar befindet sich die immobilienwirtschaftliche Zyklusforschung als relativ neuer und äußerst komplexer Forschungszweig innerhalb der Immobilienökonomie noch nicht in einem fortgeschrittenen Stadium. Dieser Umstand darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass sie mit allen „Phasenorientierten Aspekten“, „Funktionsspezifischen Aspekten“, und „Management-

²⁰ Pyhrr/Roulac/Born (1999), S. 7.

²¹ Für eine Begründung vgl. die Punkte 3.1.3 und 5.2.2.

²² Für eine Begründung vgl. Punkt 5.2.3.

Aspekten“ untrennbar vernetzt ist und in allen Bereichen Berücksichtigung finden muss. Für diese Arbeit stehen vor allem die Funktionen im Vordergrund, die primär durch die betrachteten Gruppen ausgeübt werden. Dabei handelt es sich um die funktionsspezifischen Aspekte der Immobilienbewertung, Immobilieninvestition und Immobilienfinanzierung, um den phasenorientierten Aspekt der Projektentwicklung sowie um den strategiebezogenen Aspekt des Portfoliomanagements. Erst ein präzises Verständnis der mit diesen Aspekten befassten Akteure und ihrer Handlungen ermöglicht den Einsatz der Indikatormethode zur Prognose von konjunkturellen Wendepunkten auf Immobilienmärkten.

Untersuchungen führender Forscher im Bereich der Immobilienökonomie belegen den hohen Stellenwert, den der Themenkomplex „Immobilienzyklen und ihre Vorhersagbarkeit“ in Forschung und Praxis einnimmt. Bereits gegen Ende des vergangenen Jahrhunderts wurde er von einer Mehrzahl befragter institutioneller Immobilieninvestoren in den Vereinigten Staaten von Amerika als eines der drei wichtigsten Forschungsfelder angesehen.²³ Kürzlich durchgeführte Folgeuntersuchungen unter Immobilieninvestoren in vier internationalen Immobilienmärkten ergaben, dass der Bereich in Großbritannien an dritter Stelle, in den Vereinigten Staaten an vierter Stelle, in Deutschland an fünfter Stelle und in Australien an siebter Stelle von insgesamt 27 immobilienökonomischen Forschungsgebieten eingeordnet wurde.²⁴ Schließlich ergab eine Studie unter europäischen Immobilienforschern aus dem Jahr 2003, dass „Der Einfluss makroökonomischer Faktoren auf Immobilien“ als wichtigstes Forschungsgebiet überhaupt angesehen werden.²⁵ Bei der Interpretation dieser Fakten muss beachtet werden, dass die Immobilienkonjunktur über eine vergleichsweise junge Tradition verfügt, was nicht zuletzt auf den Umstand zurückzuführen ist, dass die amtliche Statistik kaum relevante Zeitreihen liefert und empirisch verwertbare Daten erst relativ spät verfügbar waren.²⁶ Weitere Gründe für die zunehmende Bedeutung der immobilienökonomischen Zyklusforschung umfassen das Anwachsen institutioneller Anlagevolumina sowie die veränderte Wahrnehmung von Immobilien als gesonderte Anlageklasse, die einen ständigen Platz im institutionellen Anlageuniversum verdient.²⁷

²³ Vgl. Ziering/Worzala (1997), S. 122.

²⁴ Vgl. Newell et al. (2004), S. 168.

²⁵ Vgl. Schulte et al. (2004), S. 12.

²⁶ Aus diesem Grund beschäftigen sich frühe Arbeiten über Immobilienzyklen hauptsächlich mit bauwirtschaftlichen Zyklen, die besser dokumentiert sind. Vgl. Dilbeck (1964); Maisel (1963); Guttentag (1961); Derksen (1940); Long Jr. (1939).

²⁷ Vgl. Beyerle (2003), S. 7; DeLisle (2002), S. 3f; Witkiewicz (2002), S. 65.

Im Gegensatz zur gesamtwirtschaftlichen, allgemeinen Konjunktur stößt das Phänomen der Immobilienzyklen erst seit den dreißiger Jahren des vergangenen Jahrhunderts auf akademisches Interesse. In den Vereinigten Staaten von Amerika gilt in diesem Zusammenhang Hoyt²⁸ mit seiner 1933 veröffentlichten, den Zeitraum von 1830 bis 1933 abdeckenden Untersuchung der Landwerte in Chicago als Pionier im Bereich der Immobilienkonjunktur.²⁹ Die Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) hingegen datiert den Beginn der Immobilienzyklusforschung mit der entsprechenden Arbeit Kuznets³⁰ auf das Jahr 1930,³¹ nimmt aber weder in ihrem Gutachten noch in der dazugehörigen Literaturübersicht Bezug auf das Buch von Hoyt.³² Gleichsam wird Kuznets im Gegensatz zu Hoyt in keiner der entsprechenden Arbeiten der späten dreißiger und frühen vierziger Jahre zitiert und findet sich auch nicht im aktuellen so genannten body of knowledge – den repräsentativen Literaturübersichten weltweit führender Immobilienzyklusforscher – wieder.³³ Dieser Sachverhalt verdeutlicht ein gewichtiges Problemfeld der weltweiten immobilienökonomischen Forschung allgemein und insbesondere der Forschung über Immobilienzyklen, nämlich eine mangelnde Konsensbildung und einen eingeschränkten Austausch zwischen Immobilienforschern auf der ganzen Welt.³⁴ Es stellt sich daher die Frage nach dem Rahmen, in den die vorliegende Arbeit innerhalb der immobilienökonomischen Zyklusforschung eingeordnet werden kann.

US-amerikanische Forscher auf diesem Gebiet unternahmen im Jahr 2003 den Versuch, die bisher auf internationaler Ebene errungenen akademischen Erkenntnisse zusammenzutragen und zu kategorisieren. Bereits in der Einleitung des Beitrages wiesen sie jedoch auf den Umstand hin, dass zwar das Themenfeld der Immobilienzyklen zunehmend im Zentrum des Interesses der immobilienökonomischen Theorie und Praxis stehe, dass aber auf der anderen Seite trotz breit gefächelter Bemühungen weder eine gemeinsame Terminologie, ein allgemeiner Forschungsrahmen noch allgemein anerkannte Methodiken abgeleitet werden konnten.³⁵ Diese Erkenntnis

²⁸ Vgl. Hoyt (1933).

²⁹ Vgl. Mueller (2002), S. 116; Mueller (1999), S. 132; Mueller (1995), S. 47.

³⁰ Vgl. Kuznets (1930).

³¹ Vgl. Key et al. (1993), S. 4.

³² Vgl. Key et al. (1994); Key et al. (1993), S. 19-23.

³³ Vgl. Pyhrr et al. (2003), S. 11-16; Derksen (1940); Long Jr. (1939). Eine mögliche Erklärung wäre die in der Literatur teilweise anzutreffende Kritik, dass Kuznets Zyklen eher einen statistischen als einen ökonomischen Hintergrund zu haben scheinen. Vgl. Maußner (1994), S. 4.

³⁴ Die jährlichen Konferenzen der unter dem Dach der IRES zusammengefassten kontinentalen Real Estate Societies gewinnen jedoch zunehmend an Bedeutung und bieten somit wichtige Plattformen für eine Internationalisierung und Koordinierung der immobilienökonomischen Forschung. Vgl. Newell et al. (2004), S. 161.

³⁵ Vgl. Pyhrr et al. (2003), S. 1.

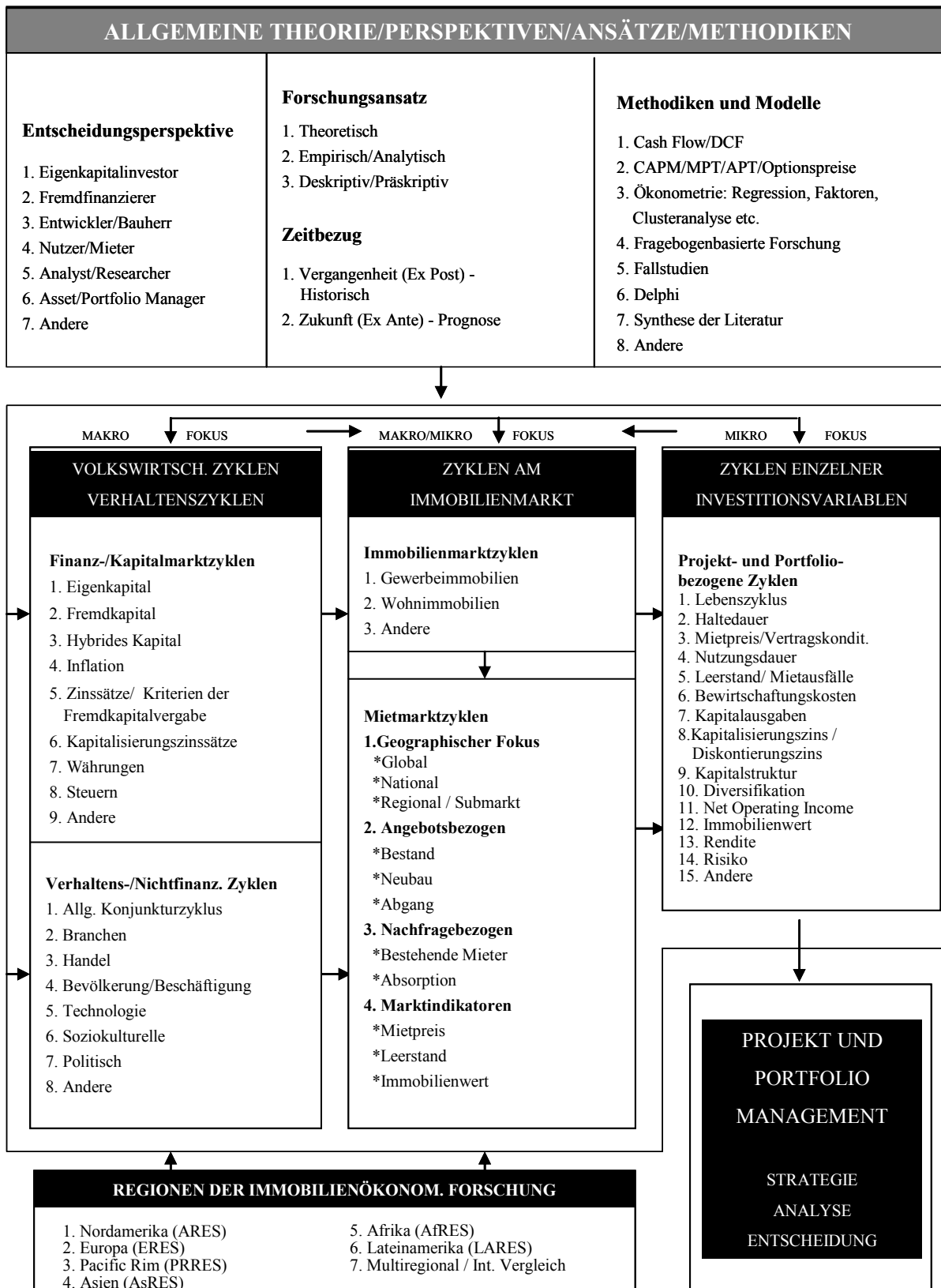
erscheint umso bemerkenswerter vor dem Hintergrund, dass die für einen Austausch notwendigen Plattformen zunehmend geschaffen werden. Beispielhaft sei an dieser Stelle auf eine Vielzahl von Veröffentlichungen der internationalen Forschungsgemeinschaft in einschlägigen Publikationen sowie auf die speziellen Themenblöcke für Immobilienzyklen auf allen weltweiten Forschungskonferenzen unter dem Dach der International Real Estate Society (IRES) hingewiesen.

Im Kern herrschen in der Immobilienzyklusforschung somit Umstände vor, die sich von denen in der allgemeinen Konjunkturforschung stark unterscheiden. Die allgemeine Konjunkturdebatte zeigte sich immer tendenziell von theoretischen Erwägungen geprägt, da die Existenz konjunktureller Schwankungen per se nur mit gewissen theoretischen Grundverständnissen vereinbar war. Anhänger anderer Schulen mussten daher auf Hilfsannahmen zurückgreifen und Sonderfälle konstruieren, mit deren Hilfe sie die Gültigkeit der eigenen Überzeugungen bewahren konnten. In der Folge entwickelten sich Theorien und Gegentheorien, deren Annahmen zwar teilweise mathematisch die in der Praxis beobachtbaren Konjunkturschwankungen replizieren können, jedoch mit den Gegebenheiten der Realität nicht vereinbar sind.³⁶ Im Gegensatz dazu ist die immobilienökonomische Zyklusforschung überwiegend empirisch geprägt, da Zyklusforscher weltweit statistische Anstrengungen unternehmen, um Ursachen und Wirkungen von Immobilienzyklen zu erforschen.³⁷ Zusätzlich zu einem nur eingeschränkten Austausch zwischen Forschern unterliegen die unternommenen Bemühungen häufig Einschränkungen seitens der zur Verfügung stehenden Daten, die eine Parallelität der globalen Forschung zumindest deutlich erschweren. Auch steht die Heterogenität nationaler und regionaler Immobilienmärkte der Gewinnung international anwendbarer Erkenntnisse entgegen. Somit bestehen möglicherweise natürliche Grenzen der immobilienwirtschaftlichen Konjunkturforschung, die die internationale Forschungsgemeinschaft auch mit vereinten Kräften nicht überschreiten können wird.

Der Beitrag von Pyhrr et al. (2003) bietet Ansätze, die es erlauben, die weltweiten Bemühungen zu systematisieren und zu vergleichen. Im Zentrum steht dabei der so genannte Forschungsrahmen für Immobilienzyklen, der sich inhaltlich aus zwei dominierenden Themenblöcken zusammensetzt (vgl. Abbildung 3).

³⁶ Vgl. Punkt 2.1.2.

³⁷ Zwar finden sich auch in der immobilienökonomischen Literatur Gründe für eine Nichtbeachtung von Immobilienzyklen, jedoch sind diese eher praktischer Natur und weniger dogmatisch geprägt. Vgl. Pyhrr/Roulac/Born (1999), S. 11.

Abbildung 3: Real Estate Cycles Research Framework³⁸³⁸ Vgl. Pyhrr et al. (2003), S. 8.

Den ersten Themenblock bilden die Elemente der „Allgemeine Theorie/Perspektive/Ansätze/Methodiken“ sowie die Spezifika der „Regionen der immobilienökonomischen Forschung“. Die allgemeine Theorie erlaubt dabei eine grundlegende Klassifizierung der durchgeführten bzw. durchzuführenden Forschung nach den Kriterien der Entscheidungsperspektive, des Forschungsansatzes, des Zeitbezugs und der zur Anwendung kommenden Methodiken und Modelle. Die Regionen schließlich erlauben eine Einteilung der Forschungsleistungen unter geographischen Gesichtspunkten und damit in tendenziell homogene Einheiten. Obwohl keine der genannten Kategorien zyklusbezogen definiert wurde, liefern sie dennoch die Grundlagen für ein tieferes Verständnis der Hintergründe und der Struktur einer spezifischen Arbeit. Darüber hinaus ermöglichen sie rückblickend eine genaue Analyse der vergangenen Strömungen in der Zyklusforschung sowie eine Identifikation der bisher in nicht ausreichendem Maße beleuchteten Themenfelder und nur nachrangig gebrauchten Ansätze und Methodiken. Daher weisen sie den Weg für innovative und richtungweisende Forschung in denjenigen Bereichen, die das größte verbleibende Potenzial aufweisen.

Die vorliegende Arbeit kann unter Beachtung des Forschungsrasters folgendermaßen klassifiziert werden:

- Entscheidungsperspektive: In erster Instanz betrifft die Entscheidungsperspektive alle Angehörigen von Gruppen, die maßgeblichen Einfluss auf die Immobilienkonjunktur nehmen.³⁹ In zweiter Instanz richtet sich die Arbeit an alle Gruppen von Marktteilnehmern, die durch Immobilienzyklen betroffen sind, d.h. an Akteure auf Immobilienmärkten aller Art und über alle institutionellen Aspekte der Immobilienökonomie hinweg.
- Forschungsansatz: Die Arbeit dient vor allem dem Ziel, einen immobilienbezogenen und auf den Beurteilungen und Erwartungen der Marktteilnehmer beruhenden Konjunkturindikator für Deutschland zu konzipieren. Der Forschungsansatz ist somit überwiegend präskriptiver Natur, beinhaltet jedoch aufgrund der Zusammenführung verschiedener Erkenntnisse aus Immobilienökonomie und Volkswirtschaftslehre ebenfalls theoretische Elemente. Hinzu kommen die zwei unternommenen empirischen Untersuchungen, die einerseits – vgl. Kapitel 4 –

³⁹ Vgl. Punkt 5.2.2.

der Theoriegenerierung⁴⁰ und andererseits – vgl. Punkt 5.2.6 – sowohl der Theorievalidierung als auch in Teilbereichen der Theoriegenerierung dienen.⁴¹

- Methodiken: Als fragebogenbasiertes Instrument ist der RECI primär der qualitativen Forschung zuzurechnen. Sobald jedoch mit seiner Hilfe eine Zeitreihe erstellt wurde, ist sie einer Vielzahl statistischer Untersuchungen zugänglich.
- Zeitbezug: Aufgrund der Tatsache, dass der RECI der kurz- bis mittelfristigen Konjunkturprognose dient, liegt ein klarer Zukunftsbezug vor. Der besondere Stellenwert der Arbeit wird deutlich, wenn man zusätzlich zu den Ausführungen in Abschnitt 1.1 beachtet, dass Konjunkturprognose auf Immobilienmärkten bisher vor allem unter Rückgriff auf ökonometrische Methodiken durchgeführt wurde. In der Literatur finden sich nur sehr wenige Untersuchungen, die den Versuch unternehmen, zumindest quantitative Konjunkturindikatoren auf Immobilienmärkten als Prognosemethode einzusetzen. Wissenschaftliche oder praxisnahe Beiträge über eine qualitative immobilienökonomische Konjunkturprognose existieren nicht.⁴²
- Region: Bei der Arbeit steht außerhalb des internationalen Fallstudienvergleichs der deutsche Immobilienmarkt im Zentrum der Untersuchungen.

Fasst man die vorangegangenen Klassifizierungen zusammen, so wird deutlich, dass es sich bei der zu erbringenden Forschungsleistung um eine gleichermaßen umfassende wie einzigartige Herausforderung handelt, deren Überwindung klare inhaltliche Lücken schließt. Diese Aussage unterstreichen sowohl das in Abschnitt 1.1 angeführte Zitat von Pyhrr et al. (2003) als auch die Feststellung von Wernecke, dass ein dem ifo Geschäftsklimaindikator vergleichbarer, vorlaufender qualitativer Konjunkturindikator für die Immobilienbranche bisher fehle.⁴³

Alle weiteren relevanten Eigenschaften einer einzelnen Forschungsleistung im Bereich der Immobilienzyklen können grob unter drei verschiedenen Überschriften subsumiert werden. Es handelt sich dabei um die „Volkswirtschaftlichen Zyklen/Verhaltenszyklen“, die „Zyklen am Immobilienmarkt“ und die „Zyklen einzelner Investitionsvariablen“.

⁴⁰ Hierbei geht es vor allem um die fallstudienbasierte Beantwortung der Frage, auf welche Weise der Ansatz qualitativer vorlaufender Konjunkturindikatoren – vgl. hierzu Punkt 2.2.1 – auf Immobilienmärkte übertragen werden kann.

⁴¹ Im Rahmen einer interviewbasierten Expertenbefragung wurde einerseits eine Testversion des Real Estate Confidence Indicator auf die Bedürfnisse der Praxis abgestimmt. Zusätzlich wurden relevante und bis dahin unbekannte Parameter wie der entscheidungsrelevante Erwartungshorizont erhoben. Vgl. Punkt 5.2.6.

⁴² Für eine begriffliche Bestimmung vgl. Punkt 2.2.1.

⁴³ Vgl. Wernecke (2004), S. 245.

Dabei erfolgt eine Abstufung von erstens einer Betrachtung der allgemeinen Zusammenhänge von Aggregaten über zweitens die Analyse der Dynamiken einzelner Immobilienteilmärkte und ihrer Angebots- und nachfragebezogenen Wirkungskräfte bis hin zu drittens der zyklischen Entwicklung charakteristischer Merkmale spezifischer Immobilienbestände und Immobilien. Der Fokus verlagert sich somit von einer rein makroökonomischen Betrachtung zunächst hin zu einer Perspektive, die makro- und mikroökonomische Gesichtspunkte vereint und schließlich zu einer rein mikroökonomisch geprägten Ansichtswiese. Wie Abbildung 3 demonstriert, können die ersten beiden Kategorien weiter unterteilt werden in „Finanz-/Kapitalmarktzyklen“ und „Verhaltens-/Nichtfinanzielle Zyklen“ auf der einen Seite sowie „Immobilienmarktzyklen“ und „Mietmarktzyklen“ auf der anderen Seite. Jede der drei Überschriften sowie die dazugehörigen Ober- und Unterkategorien liefern die Schlagworte, die einen immobilienzyklusbezogenen Forschungsleistung inhaltlich klassifizierbar machen.⁴⁴ Dabei darf nicht übersehen werden, dass eine derartige Klassifikation in den meisten Fällen Schlagworte aus mehreren Kategorien beinhalten wird. Darüber hinaus kann nicht immer trennscharf zwischen den einzelnen Kategorien unterschieden werden.⁴⁵

Die vorliegende Arbeit konzentriert sich primär auf die makroökonomische Dimension der Volkswirtschaftslehre. Vor diesem Hintergrund bewegt sie sich überwiegend auf der linken Seite des Schaubilds, in den „volkswirtschaftlichen Zyklen und Verhaltenszyklen“ bzw. in den „Zyklen am Immobilienmarkt“. Grundsätzlich wird der Versuch unternommen, Verhaltenszyklen im Sinne von Veränderungen im Verhalten der Wirtschaftssubjekte am Immobilienmarkt zusammen mit deren Konsequenzen zu messen und für prognostische Zwecke zu nutzen. Zu diesem Zweck werden sowohl Gruppen am Markt einbezogen, die den Finanzmarktzyklen zuzurechnen sind, als auch Personenkreise, die den Mietmarktzyklen zuzurechnen sind.⁴⁶ Bezogen auf die Zyklen am Immobilienmarkt werden vor allem Gewerbeimmobilien auf nationaler Ebene betrachtet, wobei Angebot und Nachfrage gleichermaßen Berücksichtigung finden. All diese Bemühungen dienen dem Ziel der Prognose einzelner Marktindikatoren wie des Miet-

⁴⁴ Sie stellen die Kernelemente einer immobilienökonomischen Forschungsdatenbank dar, die zyklusbezogene Arbeiten systematisiert und interessierten Forschern zur Verfügung stellt. Zwar existiert gegenwärtig noch keine derartige Datenbank, jedoch wurde über ihre Erstellung in Zusammenarbeit mit den regionalen Real Estate Societies bereits nachgedacht. Vgl. Pyhrr et al. (2003), S. 10.

⁴⁵ So können bspw. Studien, die „Projekt- und Portfoliobezogene Zyklen“ – die Unterkategorie der „Zyklen einzelner Investitionsvariablen“ – behandeln, in Abhängigkeit von der Dimension des betrachteten geographischen Raumes makroökonomische Züge annehmen. Vgl. Pyhrr et al. (2003), S. 6f.

⁴⁶ Für eine Abgrenzung der einzelnen Märkte und Zyklen vgl. die Punkte 3.1.3.1 und 3.1.3.2.

preises und des Leerstands auf der einen Seite sowie des Kapitalisierungszinssatzes auf der anderen Seite.⁴⁷

Auch wenn die Arbeit einen Schwerpunkt auf den interdisziplinären Aspekt der Volkswirtschaftslehre legt, handelt es sich dennoch um keine volkswirtschaftliche Arbeit. Vielmehr findet sie als immobilienökonomische Forschungsleistung ihr Fundament im Bereich der allgemeinen Betriebswirtschaftslehre. Ebenso wie die Immobilienökonomie verfolgt auch sie das Ziel der Unterstützung der Immobilienmarktteilnehmer bei der Gestaltung ihrer realen Entscheidungen, indem sie ein innovatives Instrument zur Prognose des Immobilienzyklus in seinen Grundzügen zur Verfügung stellt. Unter wissenschaftstheoretischen Gesichtspunkten kann die Arbeit demnach in den Bereich der praxisorientierten Betriebswirtschaftslehre (BWL) nach Ulrich eingeordnet werden, deren Aufgabe es ist, „Konzepte und Vorgehensweisen für eine [...] auf dauerhaften Erfolg angelegten Führungstätigkeit zu entwerfen“⁴⁸ Ulrich unterscheidet insgesamt vier verschiedene Aussagen der praxisorientierten BWL:

1. Inhaltliche Lösungen für konkrete Probleme der Praxis
2. Lösungsverfahren für konkrete Probleme der Praxis
3. Gestaltungsmodelle für die Veränderung der sozialen Wirklichkeit
4. Regeln für die Entwicklung solcher Gestaltungsmodelle in der Praxis⁴⁹

Die für diese Arbeit gewählte Zielsetzung und Vorgehensweise fallen in den Rahmen der zweiten Kategorie, da nicht der Versuch unternommen wird, aus Sicht der Praxis und der praxisnahen Forschung ein konkretes Problem – in diesem Fall die Konjunkturprognose an sich – zu lösen. Auch ist nicht intendiert, dem Praktiker ein umzusetzendes Modell einer zukünftigen Wirklichkeit zu übergeben oder ihn mit einer Anleitung auszustatten, mit deren Hilfe er derartige Gestaltungsmodelle entwickeln kann. Vielmehr erläutert die vorliegende Arbeit, welches Verfahren bei der Problemlösung zusätzlich zur Anwendung kommen kann und wo potenziell seine Möglichkeiten und Grenzen liegen. Es ist bedeutsam zu verstehen, dass aufgrund des Innovationsgrades des Konstruktes nicht feststeht, inwiefern die konkreten Probleme der Praxis durch den RECI tatsächlich gelöst werden. Eine derartige Aussage ist nicht möglich, da ein Indikator zunächst ca. acht Jahre lang erhoben werden muss, bevor seine Aussagekraft empirisch überprüfbar ist.⁵⁰ Auch kann, wie Abschnitt 4.4 zeigt, diese Erkenntnislücke

⁴⁷ Vgl. Punkt 5.2.1.

⁴⁸ Ulrich (1984), S. 151.

⁴⁹ Vgl. Ulrich (1984), S. 179f.

⁵⁰ Vgl. Punkt 5.2.7.

nur bedingt durch den Rückgriff auf internationale Erfahrungen geschlossen werden. Insofern erhöht sich deutlich der inhaltliche Anspruch der Arbeit und die damit verbundene Notwendigkeit, umfassend auf die theoretischen und praktischen Erkenntnisse direkt relevanter und angrenzender akademischer Forschungsfelder zurückzugreifen: „The hardest test for a theory or system of indicators to meet, as with any other economic theory or system, is one that requires it to perform on data that were not available when it was formulated.“⁵¹

⁵¹ Vgl. Klein/Moore (1983), S. 122.

2 Allgemeine Konjunktur

2.1 Konjunkturforschung

Der vorliegende Abschnitt beschäftigt sich mit den Grundlagen der Konjunkturforschung. Dabei geht er zunächst auf das Konjunkturphänomen ein und legt daraufhin die Grundlagen, die für ein theoretisches Fundament eines Real Estate Confidence Indicator erforderlich sind. Einen zentralen Aspekt bildet dabei die Rolle, die im Rahmen verschiedener Konjunkturtheorien den Erwartungen beigemessen wird.

2.1.1 Das Phänomen des Konjunkturzyklus

Burns, geistiger Ziehvater des Nobelpreisträgers Friedman,⁵² formulierte gemeinsam mit Mitchell, Gründer des National Bureau of Economic Research (NBER), eine Definition für das Phänomen des Konjunkturzyklus, die auch heute noch als die prägnanteste ihrer Art gilt.⁵³

„Business Cycles are a type of fluctuation found in the aggregate economic activity of nations that organize their work mainly in business enterprise: a cycle consists of expansions occurring at about the same time in many economic activities, followed by similarly general recessions, contractions, and revivals which merge into the expansion phase of the next cycle; this sequence of changes is recurrent but not periodic; in duration business cycles vary from more than one year to ten or twelve years; they are not divisible into shorter cycles of similar character with amplitudes approximating their own.“⁵⁴

Bei der Zielsetzung der vorliegenden Arbeit sind vor allem drei Aspekte dieser Definition von Bedeutung. Erstens wird durch sie deutlich, dass Konjunktur nicht allein die Schwankung einer abstrakten gesamtwirtschaftlichen Variablen zum Ausdruck bringt, sondern das Ergebnis des Zusammenspiels und der teilweise gegenläufigen Entwicklung von Schwankungen in zahlreichen Wirtschaftsbereichen und Zeitreihen darstellt.⁵⁵

⁵² Vgl. Formaini (2002), S. 1.

⁵³ Vgl. Klein (1995), S. 35; Key et al. (1994), S. 8; Bodin (1994), S. 99.

⁵⁴ Burns/Mitchell (1964), S. 3.

⁵⁵ Vgl. Schips (2002), S. 8; Zarnowitz (1995), S. 258.

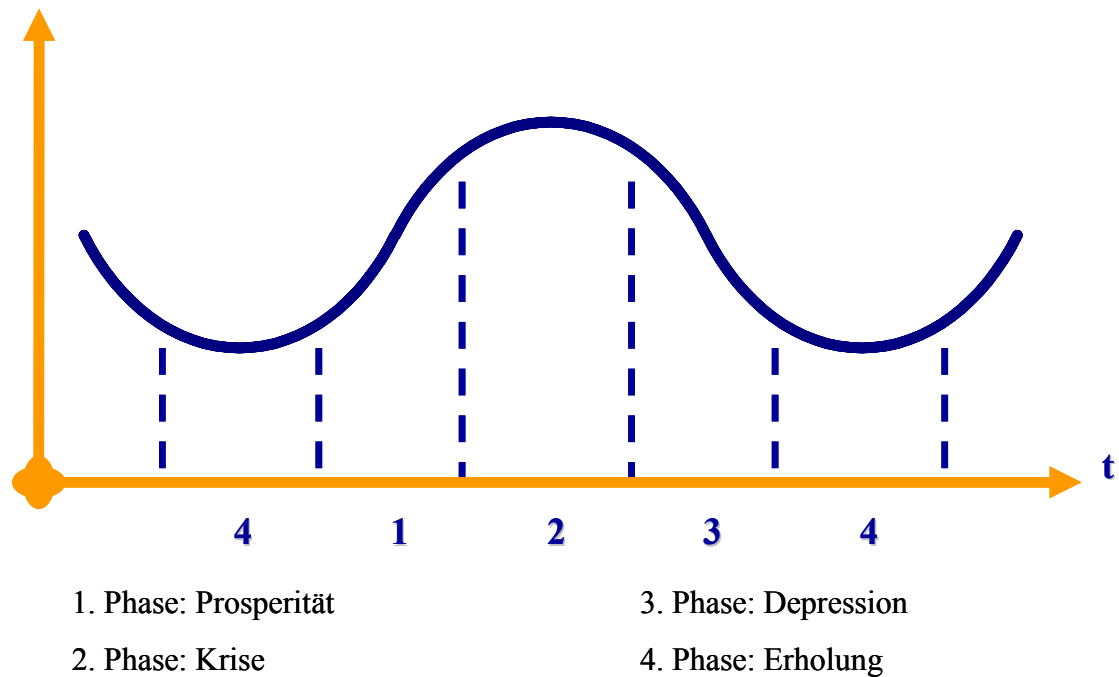


Abbildung 4: Konjunkturzyklus nach Haberler⁵⁶

Zweitens laufen diese Entwicklungen in einzelnen Reihen zu einem ähnlichen Zeitpunkt, nicht jedoch gleichzeitig ab, was unter anderem auf jeweils unterschiedliche Beschaffungs- und Absatzbedingungen zurückzuführen ist,⁵⁷ die bewirken, dass einzelne Reihen einen Vor- oder Nachlauf haben können.⁵⁸ Drittens wiederholen sich zwar die ungefähren Ablaufschemata von Konjunkturzyklen im Zeitablauf,⁵⁹ jedoch weisen sie keine Periodizität auf, da Ursachen und Rahmenbedingungen stets differieren. Der Konjunkturverlauf entzieht sich somit einer eindeutigen Erklärung durch Konjunkturtheorien oder mathematische Funktionen.⁶⁰

Die mehrjährige, wiederkehrende Zu- und Abnahme der wirtschaftlichen Aktivität, die den Konjunkturzyklus kennzeichnet,⁶¹ wurde schon in der ersten Hälfte des 20. Jahr-

⁵⁶ Quelle: Assenmacher (1998), S. 10-12; in Anlehnung an Haberler (1955), S. 255-261.

⁵⁷ Vgl. Dormayer/Lindlbauer (1983), S. 89.

⁵⁸ Voraussetzung für die Existenz von konjunkturellen Wendepunkten und damit von identifizierbaren Zyklen ist jedoch die Eigenschaft, dass die einzelnen Wendepunkte nah beieinander liegen. Vgl. Burns/Mitchell (1964), S. 6f.

⁵⁹ Für eine beispielhafte Darstellung des Zusammenspiels einzelner Wirtschaftssektoren in einem Konjunkturzyklus vgl. Poser (1983), S. 8-10.

⁶⁰ Theoriebildung würde voraussetzen, dass Konjunkturzyklen durch ein relativ stabiles Bewegungsmuster, bestenfalls sogar durch Gesetzmäßigkeiten, gekennzeichnet sind, was jedoch nur bedingt der Fall ist. Vgl. Heise (2002), S. 13; Pätzold (1998), S. 86; Poser (1983), S. 7.

⁶¹ Vgl. Assenmacher (1998), S. 4.

hundreds von verschiedenen Autoren in vier Hauptphasen eingeteilt,⁶² wobei besonders die Schematisierung nach Haberler⁶³ bis heute Anwendung findet (vgl. Abbildung 4).⁶⁴ Nach Haberler setzt sich jeder Konjunkturzyklus aus einer Aufschwungsphase, der Prosperität, und einer Abschwungsphase, der Depression, zusammen, an die sich jeweils ein oberer Wendepunkt,⁶⁵ die Krise,⁶⁶ und ein unterer Wendepunkt, die Wiederbelebung anschließen.⁶⁷ Er nennt diese Erscheinung des Wechsels von relativer Prosperität und Depression „zusammen mit allen begleitenden Veränderungen in allen Teilen des Wirtschaftssystems, welche sich über eine Periode von 3 bis 12 Jahren erstrecken“, den „eigentlichen Konjunkturzyklus“⁶⁸ und grenzt sie damit – ebenso wie heutige Konjunkturforscher – von anderen Komponenten einer Zeitreihe wie Trend, Saison und zufälliger Störung ab. Voraussetzung einer Auseinandersetzung mit dem Phänomen Konjunktur ist somit eine klare Unterscheidung zwischen den Effekten dieser additiv oder multiplikativ miteinander verknüpften Komponenten (vgl. Abbildung 5).⁶⁹

Additives Modell: $Y = T + C + S + I$

Multiplikatives Modell: $Y = T * C * S * I$

T: Die Trendkomponente gibt den langfristigen Wachstumspfad über Jahrzehnte hinweg wieder und ändert ihre Entwicklungsrichtung nur langsam.

C: Die konjunkturelle Komponente, auch als zyklische Komponente bezeichnet,⁷⁰ drückt mittelfristige Schwankungen von meist unregelmäßiger Stärke oder Länge aus, die sich in der Mehrzahl der Fälle über einen Zeitraum von drei bis zwölf Jahren erstrecken.

S: Die Saisonkomponente bezeichnet regelmäßig im Jahresrhythmus wiederkehrende Schwankungen, die für den jeweiligen Jahresabschnitt kennzeichnend und auf Jahreszeiten oder bestimmte institutionelle Einflüsse rückführbar sind.

⁶² Vgl. Mitchell (1961), S. 378-381. Eine Einteilung in vier Phasen stellte ebenfalls eine Abkehr von der Wirtschaftstheorie des 19. Jahrhunderts dar, die lediglich die (einmalige) negative Abweichung vom Gleichgewicht, die Krise, betrachtete. Vgl. Kromphardt (1989), S. 9.

⁶³ Vgl. Haberler (1955), S. 255-259.

⁶⁴ Vgl. Assenmacher (1998), S. 10.

⁶⁵ Obere und untere Umkehrpunkte werden in der Konjunkturtheorie als Wendepunkte bezeichnet. In der Mathematik wären diese Stellen keine Wendepunkte, sondern Sattelpunkte. Vgl. Assenmacher (1998), S. 4; Tichy (1994), S. 10; Körber-Weik (1984), S. 157.

⁶⁶ Haberler unterscheidet hier einerseits die Krise im technischen Sinne, den Übergang von Prosperität zu Depression, und andererseits die Krise im Sinne des täglichen Sprachgebrauchs, in dessen Rahmen sie einen „Zustand von akuten Finanzschwierigkeiten, Panik, Runs auf die Banken, Goldverknappung, Bankerotte [!] usw.“ (Haberler (1955), S. 247) beschreibt.

⁶⁷ Vgl. Haberler (1955), S. 258.

⁶⁸ Haberler (1955), S. 259. Man beachte die Ähnlichkeit zu der Definition von Burns und Mitchell.

⁶⁹ Vgl. Bohley (1996), S. 269; Maußner (1994), S. 6f; Tessaring (1992), S. 93.

⁷⁰ Manche Autoren – vgl. Bahr (2000), S. 117 – bezeichnen erst ein Aggregat von Konjunktur und Saison als zyklische Komponente. Für die folgende Arbeit wird dem von anderen Autoren – vgl. Bohley (1996), S. 269 – propagierten synonymhaften Gebrauch von Konjunktur und Zyklus gefolgt.

I: Die irreguläre Komponente, auch zufällige, Rest- oder Residualkomponente genannt, steht für unvorhersehbare, nicht regelmäßig wiederkehrende Einflüsse wie Streiks oder Großaufträge.

Bevor die konjunkturelle Komponente untersucht werden kann, müssen sowohl die saisonale Komponente als auch die irreguläre Komponente entfernt und die konjunkturelle Komponente von der Trendkomponente getrennt werden.⁷¹ Dies kann beispielsweise im Rahmen einer so genannten Filterung, eines mathematischen Prozesses, geschehen, der unter formalen Gesichtspunkten einer Ausgangsreihe eine neue Reihe zuordnet, in der die Trendkomponente nicht mehr vorhanden ist. Hierbei muss beachtet werden, dass ein Filter zwar einerseits gewisse Eigenschaften einer Zeitreihe eliminiert, jedoch andererseits auch neue Eigenschaften kreieren kann.⁷² So hat die dem Filter potenziell⁷³ unterliegende Trendfunktion einen nicht zu vernachlässigenden Effekt auf die Form der Trendabweichung und somit auf die sich ergebende Konjunkturkomponente.⁷⁴ Der sorgfältigen Auswahl des Filters kommt daher eine große Bedeutung zu.⁷⁵ Eine zweite Möglichkeit der Verringerung des Trends einer Zeitreihe liegt in der Darstellung der Konjunktur als periodenspezifische Wachstumsraten in der Gesamtreihe gegenüber ihrem Vorjahreswert oder – sofern Informationen über die Ausprägung der Saisonkomponente vorliegen – gegenüber dem Vorperiodenwert.⁷⁶ Beachtet werden muss hier jedoch, dass sich bei Vorjahresvergleichen zwar eine Abstraktion von saisonalen Schwankungen erübrigt, auf der andere Seite jedoch potenziell die Aussagekraft leidet, da Vorjahreswerte durch ein anderes ökonomisches Umfeld geprägt wurden.⁷⁷

⁷¹ Zur Beschreibung der dafür notwendigen Methoden und Anwendungen vgl. Schips (2002), S. 12-17; Goldrian/Lehne (1998), S. 178-182; Goldrian (1995), S. 131-143. Für eine ausführliche Darstellung der Anwendung statistisch-mathematischer Methoden zur Separierung von immobilien-spezifischen Konjunktur- und Trendkomponenten vgl. Witkiewicz (2002), S. 72-75.

⁷² Vgl. Goldrian (2004b), S. 310; Maußner (1994), S. 7.

⁷³ Unter dem Begriff des Filters werden in der Literatur teilweise auch eine Transformation in Wachstumsraten oder Differenzen im Zeitablauf gefasst. Vgl. Goldrian (2004b), S. 310. Derartige Vorgehensweisen unterscheiden sich inhaltlich von der mathematischen Ermittlung und anschließenden Eliminierung einer Trendfunktion im eigentlichen Sinne.

⁷⁴ Vgl. Tichy (1994), S. 23f.

⁷⁵ Darüber hinaus gilt es zu beachten, dass die Filterung der Zeitreihe unterstellt, dass die Konjunktur beeinflussende modellexterne Schocks den Trend nicht berühren und dass die Trend- und die Konjunkturkomponente voneinander unabhängig sind. Vgl. Tichy (1994), S. 22f. Dies ist nicht zwangsläufig eine realistische Annahme, da beispielsweise die Nettoinvestitionen einer Periode in der Folgeperiode über eine Erhöhung des Produktionspotenzials den Trend verändern. Vgl. Conrad (1999), S. 189.

⁷⁶ Bei Messungen im Jahresrhythmus erübrigt sich die Unterscheidung selbstverständlich. Vgl. Nierhaus (1999a), S. 11f.

⁷⁷ Vgl. Bahr/Steger (2001), S. 5f. Neben der Unterteilung des Konjunkturphänomens in verschiedene Phasen hat die Charakterisierung einzelner Konjunkturzyklen nach ihrer Länge, Amplitude und Frequenz Tradition. Auf sie wird an dieser Stelle nicht näher eingegangen. Für nähere Erläuterungen vgl. Assenmacher (1998), S. 12.

Bei der Analyse von Konjunkturschwankungen kommt der Definition konjunktureller Wendepunkte eine hohe Bedeutung zu, da der Zyklus erst mit der Festlegung der Wendepunkte einer kausalen Erklärung zugänglich gemacht wird.⁷⁸ Die Bestimmung der Wendepunkte erweist sich jedoch unter methodischen Gesichtspunkten als schwierig und hängt stark von der verwendeten Methode der Trendbereinigung ab. Die Verfechter der sog. traditionellen Konjunkturzyklen betrachten absolute Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität und setzen diese ins Verhältnis zu einem Normalzustand.⁷⁹ Der Aufschwung dauert dementsprechend so lange wie das absolute Wachstum der betrachteten Reihe und umgekehrt. Die Wendepunkte liegen jeweils an den Punkten, an denen das absolute Wachstum null beträgt und anschließend rückläufig wird. Da in der Zeit des Wirtschaftswachstums nach dem Zweiten Weltkrieg absolute Rückgänge der wirtschaftlichen Aktivität die Ausnahme bildeten, ging man dazu über, im Rahmen der sog. Wachstumszyklen Wachstumsraten als die neue Form der Konjunkturschwankung anzusehen. Auch hierbei wurden Konjunkturwendepunkte als Maxima und Minima definiert, so dass fortan der Aufschwung endete, sobald die Wachstumsrate ihr Maximum erreichte und der Abschwung endete, sobald die (teilweise noch positive) Wachstumsrate ihren Minimalwert erreichte.⁸⁰ Zusätzlich besteht im Rahmen beider Konzepte die Möglichkeit, Wendepunkte als Schnittpunkte mit dem Trend zu definieren.⁸¹ Problematisch an dieser Vielfalt der Konzepte ist vor allem, dass sie den Beginn einer Rezession anhand derselben Zeitreihe auf unterschiedliche Perioden datieren, da bspw. der Abschwung nach dem Wachstumszyklenkonzept bereits einsetzt, wenn die Werte im Rahmen der traditionellen Konjunkturzyklen noch zunehmen.⁸² Als Alternative finden in der Praxis zwei weitere Konzepte Anwendung: der Diffusionsindex und die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung.⁸³ In Europa hat sich die Messung der Wendepunkte als Extrempunkte der konjunkturellen Abweichungen von einem statistisch bestimmten Trend durchgesetzt.⁸⁴ Derartige Überlegungen spielen eine gewichtige Rolle bei der Konstruktion eines Konjunkturindikators sowie bei der Transformation einer zu prognostizierenden Zeitreihe. Bevor jedoch in Abschnitt 2.2 die Grundlagen für einen derartigen Indikator gelegt werden können, erarbeitet der folgende Abschnitt sein theoretisches Fundament. Dabei steht die Frage im Vorder-

⁷⁸ Vgl. Bodin (1994), S. 97.

⁷⁹ Vgl. Persons (1927), S. 96.

⁸⁰ Vgl. Tichy (1994), S. 9-13.

⁸¹ Vgl. Körber-Weik (1984), S. 158f.

⁸² Vgl. Assenmacher (1998), S. 7f.; Tichy (1994), S. 8-13; Körber-Weik (1984), S. 158-162. Dies ist ein wichtiger Aspekt der vorliegenden Arbeit, da der Vorlauf eines Konjunkturindikators in Abhängigkeit von der gewählten Methodik der Wendepunktbestimmung größer oder kleiner ausfällt.

⁸³ Eine Darstellung der entsprechenden Konzepte würde an dieser Stelle zu weit führen. Zumindest die erste Methode wird in Kapitel 5 wieder aufgegriffen.

⁸⁴ Vgl. Tichy (1994), S. 22.

grund, welchen Einfluss die Erwartungen und Handlungen von Wirtschaftssubjekten auf den Verlauf von Konjunkturzyklen ausüben.

2.1.2 Die Ursachen des Konjunkturzyklus

2.1.2.1 Vorbemerkung

Der Konjunkturtheorie kommt die Aufgabe zu, die Ursachen konjunktureller Schwankungen zu erklären und ökonomische Realitäten auf das Wirken bestimmter Faktoren zurückzuführen.⁸⁵ Im Gegensatz zu den allgemeinen Konjunkturschwankungen, deren Existenz im Verlauf der Wirtschaftsgeschichte relativ stabil geblieben ist, zeigt sich die Konjunkturtheorie seit ihren Anfängen in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhundert als von einem kontinuierlichen Wachstum und vielfältigen Wandlungen gekennzeichnet. Die Konsequenz ist, dass heute nicht ein Mangel an Konjunkturtheorie, sondern ein Übermaß an unterschiedlichen und sich widersprechenden Modellen besteht, die in den meisten Fällen, wenn überhaupt, allenfalls sehr oberflächlich auf ihre empirische Relevanz getestet wurden.⁸⁶ Während dieser Umstand auf der einen Seite auf die unterschiedliche volkswirtschaftstheoretische Prägung einzelner Autoren zurückgeht,⁸⁷ lässt er sich auf der anderen Seite damit erklären, dass zu verschiedenen Zeitpunkten verschiedene Faktoren maßgeblich auf das Wirtschaftsgeschehen einwirken⁸⁸ und dass das Bewegungsmuster der Schwankungen im Zeitablauf nicht stabil ist.⁸⁹ Eine allgemeingültige „richtige“ Konjunkturerklärung kann daher nicht abgeleitet werden.

Die Zielsetzung der vorliegenden Arbeit erfordert im folgenden Abschnitt einen Überblick über die konjunkturtheoretischen Ursachen von Konjunkturschwankungen. Untersuchungen konzentrieren sich dabei in besonderem Maße auf den Stellenwert, der Erwartungen in der ökonomischen Literatur im Rahmen von Konjunkturbetrachtungen zugeschrieben wird. Dabei ist die Vorgehensweise weitestgehend chronologisch, so dass relevante⁹⁰ vorkeynesianische Konjunkturtheorien den Anfang bilden. Später

⁸⁵ Vgl. Conrad (1999), S. 190; Assenmacher (1998), S. 42; Vosgerau (1984), S. 7.

⁸⁶ Vgl. Tichy (1994), S. 110.

⁸⁷ Derartige Prägungen bieten einerseits einen gewissermaßen sicheren theoretischen Rahmen, zwingen den jeweiligen Forscher andererseits aber zu einer verstärkten formellen Abstraktion an den Stellen, an denen der Rahmen in Bezug auf die in der Realität beobachtbaren Vorgänge an seine Grenzen stößt.

⁸⁸ Vgl. Assenmacher (1998), S. 39.

⁸⁹ Eindeutige Theoriebildung würde eine Gesetz- oder zumindest Regelmäßigkeit voraussetzen. Vgl. Pätzold (1998), S. 86f.

⁹⁰ Während viele vorkeynesianische Theorien für sich genommen heute als überholt oder zumindest als zu vereinfachend gelten, haben insbesondere die psychologischen Theorien, aber auch einzelne Aspekte anderer Theorien bis heute ihre Gültigkeit bewahrt und auf die eine oder andere Weise Eingang in die aktuelle Konjunkturdiskussion gefunden. Vgl. Teichmann (1988), S. 9.

verbreitete Theorien werden im Kontext ihrer theoretischen Prägung getrennt nach den so genannten nicht-walrasianischen und walrasianischen Konjunkturtheorien dargestellt.⁹¹ Die Betrachtung schließt mit einer Analyse derjenigen Theorien, die sich – basierend auf Erkenntnissen der Psychologie – mit Verhaltensanomalien im Wirtschaftsleben befassen. Zwar haben derartige Ansätze bisher kaum Eingang in konjunkturtheoretische Übersichten gefunden, jedoch werden sie zunehmend zur Erklärung von Störungen des ökonomischen Gleichgewichts herangezogen.

2.1.2.2 Vorkeynesianische Konjunkturtheorie

Die ersten Erklärungen konjunktureller Schwankungen stammten von Forschern, die sich partiell von den Vorstellungen der Klassiker abwandten und anhand jeweils einzelner Effekte das Bestehen regelmäßiger gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte nachzuweisen suchten.⁹² Von den entwickelten Ansätzen sind an dieser Stelle vor allem die so genannten psychologischen Konjunkturtheorien⁹³ von Bedeutung. Sie beschäftigen sich mit den Erwartungen der Wirtschaftssubjekte, denen sie die Tatsache zuschreiben, dass der Zusammenhang zwischen objektiven wirtschaftlichen Faktoren in der Realität nicht so straff ausfällt, wie er von der ökonomischen Theorie postuliert wird.⁹⁴ In der Literatur wird die psychologische Konjunkturtheorie hauptsächlich mit den Namen Pigou und Keynes⁹⁵ gleichgesetzt.⁹⁶

Pigou sieht in den „movements of business confidence“, den Veränderungen des Geschäftsklimas, einen Hauptgrund für den zyklischen Verlauf volkswirtschaftlicher Aggregate. Zwar wurde der Aufschwung möglicherweise durch reale Faktoren ausge-

⁹¹ In Anbetracht des begrenzten Umfangs der Arbeit kann leider keine umfassendere Darstellung oder eine allgemeine Bewertung oder Kontrastierung der Theorien einzelner Gedankenströmungen oder Epochen erfolgen. Ebenfalls muss auf eine Untersuchung des realen Erklärungswertes der in der Realität zu beobachtenden Konjunkturschwankungen verzichtet werden. Eine diesbezügliche Analyse findet sich in Tichy (1994).

⁹² Vgl. Mitchell (1961), S. 4. Eine solche Abkehr von der vorherrschenden Meinung steht im Kontrast zu der heutigen Praxis, Konjunkturtheorien vor allem über die Zugehörigkeit zu einer speziellen Schule zu charakterisieren. Vgl. Kromphardt (1984), S. 11.

⁹³ Vgl. Haberler (1955), S. 141-148.

⁹⁴ Es geht somit darum, die Abweichung des Denkens und Handelns der Wirtschaftssubjekte von dem in einem zugrunde liegenden ökonomischen Modell unterstellten Denken und Handeln festzuhalten und zu erklären. Vgl. Jöhr (1972), S. 158-161; Haberler (1955), S. 145.

⁹⁵ Vgl. Keynes (1936); Pigou (1967). Keynes psychologische Konjunkturtheorie wird hier als Teil der „vorkeynesianischen“ Konjunkturtheorien angeführt, da als Keynesianer Ökonomen bezeichnet werden, die in zeitlicher Hinsicht nach Keynes in Erscheinung treten. Vgl. Felderer/Homburg (1999), S. 101f. Keynes selbst fällt daher noch in die „vorkeynesianische“ Periode. Ihn inhaltlich getrennt von denjenigen Ökonomen darzustellen, die ihn wie bspw. Pigou beeinflusst haben (vgl. Cesarano (2003), S. 494), hätte sowohl die Übersichtlichkeit als auch die Verständlichkeit der Darstellung beeinträchtigt.

⁹⁶ Vgl. Maußner (1994), S. 31; Haberler (1955), S. 142.

löst,⁹⁷ jedoch reagieren alle Unternehmer unabhängig voneinander psychologisch auf denselben Auslöser, ohne den Effekt ihrer Handlungen und, wichtiger noch, der Handlungen ihrer Wettbewerber vorhersehen zu können. In ihrem Handeln unterliegen die Unternehmer demnach einem sog. Optimismusfehler, der sich auf andere Gruppen von Marktteilnehmern überträgt und sogar andere Wirtschaftsbereiche ansteckt.⁹⁸ Nachdem sie die basierend auf übersteigerten Erwartungen neu geschaffenen Fertigungsanlagen in Betrieb genommen werden, offenbart sich ein Überangebot und der Abschwung tritt ein. Als Reaktion auf den Optimismusfehler entsteht jetzt ein Pessimismusfehler, der den Verlauf des Abschwungs proportional zu der Dimension des vorangegangenen Irrtums verschärft.⁹⁹ Als einen der Hauptgründe für das Entstehen der Optimismusfehler führt Pigou Ungewissheit an, also die Tatsache, dass keine Informationsbasis besteht, die es dem Entscheider gestattet, über die möglichen zukünftigen Umweltzustände und ihre Eintrittswahrscheinlichkeit angemessen zu urteilen.¹⁰⁰ Er argumentiert damit in der Tradition von Knight, der bereits 1921 die sowohl für Pigou als auch für Keynes wichtige Unterscheidung zwischen Risiko, der berechenbaren Unsicherheit, und Ungewissheit, der nicht berechenbaren Unsicherheit,¹⁰¹ betonte:¹⁰² „The practical difference between the two categories, risk and uncertainty, is that in the former the distribution of the outcome in a group of instances is known [...], while in the case of uncertainty this is not true [...].“¹⁰³

⁹⁷ Bei Pigou unterliegen Erwartungen mindestens einem von drei Einflüssen. Sie basieren entweder auf ökonomischen Fakten, psychologischen Einflüssen oder monetären Veränderungen. Während eine Veränderung in den Fakten auch eine Veränderung in den Erwartungen nach sich ziehen kann, schafft eine Veränderung in den Erwartungen im Zeitablauf über eine gestiegene oder gesunkene Produktion immer Fakten, die wiederum die Erwartungen anderer Gruppen beeinflussen. Im Resultat beschreibt Pigou bereits in einem frühen Stadium der Konjunkturtheorie einen sehr komplexen Wirkungsmechanismus. Vgl. Collard (1996), S. 922f; Güntzel (1994), S. 98-100; Pigou (1967), S. 56-106; Persons (1928), S. 671.

⁹⁸ Dieser als contagion bzw. Ansteckung bekannte Effekt ist in der Literatur vor allem im Zusammenhang von Währungs- und Finanzkrisen dokumentiert. Vgl. Aschinger (2001), S. 181-183.

⁹⁹ Vgl. Pigou (1967), S. 90-98; Mitchell (1961), S. 17-20; Haberler (1955), S. 146f.

¹⁰⁰ Vgl. Collard (1983), S. 412; Pigou (1967), S. 35f.

¹⁰¹ Knight spricht in seinem Werk von der Unterscheidung zwischen „risk“ und „uncertainty“. In der vorliegenden Arbeit wird in Anlehnung an die Terminologie der Entscheidungstheorie zunächst zwischen Entscheidungen unter Sicherheit und Entscheidungen unter Unsicherheit differenziert. Die Entscheidungen unter Unsicherheit werden anschließend weiter unterteilt in die Entscheidungen unter Risiko – es liegen objektive Eintrittswahrscheinlichkeiten für alle zukünftigen Umweltzustände vor – und Entscheidungen unter Ungewissheit – es liegen subjektive Eintrittswahrscheinlichkeiten für alle zukünftigen Umweltzustände vor. Umstände, unter denen nicht einmal subjektive Eintrittswahrscheinlichkeiten gebildet werden können bzw. nicht alle zukünftigen Umweltzustände bekannt sind werden ebenfalls unter den Begriff der Ungewissheit gefasst. Vgl. Weber/Weißberger/Liekweg (1999), S. 13.

¹⁰² Vgl. Meltzer (2003), S. 29. Die Betonung der Unsicherheit geht ursprünglich auf Simonde de Sismondi zurück, der bereits 1819 – also über 100 Jahre früher – das Verhalten der Unternehmer in seinem Werk „Nouveaux Principes d'Économie Politique“ beschrieb. Er folgerte darin, dass diese weder über die Zahl, die Geschmäcker, den Konsum, noch die Kaufkraft ihrer Kunden informiert wären und daher ihre Entscheidungen auf die gegenwärtigen Preise und ihr Verhältnis zu den gegenwärtigen Kosten basieren. Da sich alle Unternehmer gleich verhalten, kommt es zwangsläufig zu einer Überproduktion. Vgl. Mitchell (1961), S. 5f; Sismondi (1819).

¹⁰³ Knight (1948), S. 233; vgl. Punkt 3.2.1.1.

Die Erkenntnis, dass makroökonomische Ungleichgewichte maßgeblich von Erwartungen beeinflusst werden, wird in der Literatur oftmals Keynes zugeschrieben.¹⁰⁴ Im Zentrum der Argumentation steht die von Keynes angenommene Investitionsfunktion. Zwar weist sie – genau wie die klassisch-neoklassische Investitionsfunktion auch – eine inverse Beziehung zum Zinsniveau auf, jedoch stellt sie diesem nicht die rein technisch bedingte Grenzproduktivität des Kapitals gegenüber,¹⁰⁵ sondern die sog. Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals. Mit der Einführung dieses Begriffes lockert Keynes den straffen Zusammenhang zwischen Zinsniveau und Investitionsvolumen, da die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals kein Datum darstellt, sondern eine erwartete Kapitalverzinsung, die aus einer Investition in einen Kapitalwert ab dem Zeitpunkt seiner Inbetriebnahme im Verhältnis zu seinem Angebotspreis resultiert. Sie hängt somit von einem unsicheren, erwarteten Ertrag und einem sicheren, gegenwärtigen Angebotspreis ab.¹⁰⁶ In der Konsequenz kann ein Wandel des wirtschaftlichen Klimas zu einer nachlassenden Investitionsnachfrage führen, auch wenn sich die Produktionsfunktion und das Zinsniveau nicht geändert haben und umgekehrt, da er die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals verändert.¹⁰⁷

Raum für eine Veränderung des wirtschaftlichen Klimas entsteht dadurch, dass Keynes – ebenso wie Knight und Pigou – von einer Ungewissheit über zukünftige Ereignisse ausgeht,¹⁰⁸ auf die die Marktteilnehmer mit speziellen Verhaltensweisen reagieren. Erstens unterstellen sie, dass sich die Zukunft ohne Brüche aus der Vergangenheit und der Gegenwart entwickeln wird und vernachlässigen daher zukünftige Veränderungen der Marktumstände. Zweitens nehmen sie an, dass in den gegenwärtigen Preisen bereits die Informationen über die zukünftige Entwicklung in Form eines Marktkonsenses enthalten sind, und zwar so lange bis neue Informationen auftauchen, die nicht mit dieser Annahme vereinbar sind. Und drittens tendieren sie dazu, sich angesichts der eingeschränkten eigenen Urteilsfähigkeit auf die Mehrheitsurteile anderer, möglicherweise besser informierter Marktteilnehmer zu verlassen.¹⁰⁹ Dies gilt in

¹⁰⁴ Vgl. Carroll (2001), S. 1; Tichy (1994), S. 143.

¹⁰⁵ Vgl. Keynes (1937), S. 222f.

¹⁰⁶ Sofern die Investitionen zunehmen (sinken), steigt (sinkt) die Wahrscheinlichkeit, nicht mehr die gesamte Produktion absetzen zu können, so dass die erwarteten Erträge abnehmen (zunehmen). Gleichzeitig steigen (sinken) bei einer erhöhten (verringerten) Nachfrage nach Investitionsgütern deren Angebotspreise. Beide Faktoren führen zu einem Sinken (Ansteigen) der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals. Vgl. Keynes (2000), S. 114f.

¹⁰⁷ Vgl. Felderer/Homburg (1999), S. 111.

¹⁰⁸ Vgl. Koppl (1991), S. 205.

¹⁰⁹ Vgl. Keynes (2000), S. 124f; Güntzel (1998), S. 362; Keynes (1937), S. 213f. Keynes weist damit schon zu einem sehr frühen Zeitpunkt auf ein paar der so genannten „Biases“ hin, die seit den 70er Jahren des vergangenen Jahrhunderts im Rahmen der Behavioral Economics Eingang in die Volkswirtschaftslehre gefunden haben. Vgl. Punkt 2.1.2.4.

besonderem Maße für die langfristigen Erwartungen, nicht jedoch für die kurzfristigen Erwartungen, die sich auf einen Zeitraum beziehen, innerhalb dessen die erfolgsbeeinflussenden Parameter weitgehend invariabel und bekannt sind, bspw. den Zeitraum zwischen dem Beginn der Produktion eines Erzeugnisses und seinem Verkauf.¹¹⁰

Für den Zustand der langfristigen Erwartungen, auf die die Unternehmer ihre Investitionsentscheidungen stützen, ist neben den Erwartungen der sog. „state of confidence“, der Zustand des Vertrauens, das in die Richtigkeit dieser Erwartungen gelegt wird, von elementarer Bedeutung. Das Vertrauen des Einzelnen ist geringer in Situationen, in denen er auf die oben vorgestellten Verhaltensweisen zurückgreifen muss, als in Situationen, in denen die Unsicherheit kalkulierbar ist. Dass der einzelne uninformierte Akteur dennoch handelt, geht vor allem auf die so genannten „animal spirits“¹¹¹ zurück, eine spontane Neigung, Handlungen einzuleiten statt sie zu unterlassen und dabei die Gefahr von Verlusten zu vernachlässigen.¹¹² Dieser Umstand bedingt, dass ein durch die Erwartungen einer Vielzahl unwissender Marktteilnehmer bestimmtes Marktumfeld eher heftigen Schwankungen in Folge von Meinungsäußerungen unterliegt und in besonderem Maße „Wellen von Optimismus und Pessimismus“ zugänglich ist.¹¹³

Keynes argumentiert, dass der wesentliche Grund für die Entstehung und den Verlauf von Konjunkturzyklen in Schwankungen der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals zu finden ist.¹¹⁴ Diese Schwankungen der Grenzleistungsfähigkeit beruhen hauptsächlich auf einem Vertrauensverlust, der sich in den späteren Phasen des Aufschwungs seitens der Investoren und/oder der Fremdkapitalgeber einstellt,¹¹⁵ sobald sich abzeichnet, dass sowohl Optimismus als auch Spekulation zu diesem Zeitpunkt nicht mehr gerechtfertigt sind.¹¹⁶ Die Folge ist eine drastische Verschlechterung des „state of confidence“ und ein damit verbundener plötzlicher Zusammenbruch der Grenzleis-

¹¹⁰ Vgl. Keynes (2000), S. 124. Keynes sprach in diesem Zusammenhang von der „täglichen Produktion“, meinte damit jedoch den kürzesten Zeitraum, innerhalb dessen ein Unternehmer seine Produktion über die Arbeitsnachfrage ausdehnen oder einschränken kann. Vgl. Keynes (2000), S. 41.

¹¹¹ Die deutsche Übersetzung spricht an dieser Stelle von „Lebensgeistern“, was dem von Keynes beschriebenen Umstand zumindest im heutigen Sprachgebrauch nicht gerecht wird. Vgl. Keynes (2000), S. 136.

¹¹² Derartige Verhaltensweisen bezeichnet Keynes als irrational. Vgl. Keynes (2000), S. 137; Koppl (1991), S. 204f.

¹¹³ Dies gilt nach Keynes sogar in dem Fall, dass die die Meinungsänderung auslösenden Faktoren gar keinen großen faktischen Einfluss besitzen, weil „der Überzeugung die starken Wurzeln fehlen, die sie stetig halten können“. Keynes (2000), S. 130.

¹¹⁴ Vgl. Keynes (2000), S. 265.

¹¹⁵ Vgl. Keynes (2000), S. 133.

¹¹⁶ Keynes spricht hier ebenso wie Pigou von einem Optimismusfehler, an den sich ein „Irrtum aus Pessimismus“ anschließt. Vgl. Keynes (2000), S. 272.

tungsfähigkeit des Kapitals und der Investitionstätigkeit¹¹⁷ sowie eine Erhöhung der Marktzinsen, da die Wirtschaftssubjekte in Erwartung von Kursverlusten ihre Wertpapierbestände auflösen.¹¹⁸ Die erwarteten Kursverluste treten somit auch faktisch ein, so dass die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals weiter abnimmt, weil sinkende Wertpapierkurse die Konsummöglichkeiten und die Konsumbereitschaft der Verbraucher reduzieren.¹¹⁹ Der folgende Abschwung endet, sobald die Grenzleistungsfähigkeit wieder den Marktzinssatz übersteigt und die Wirtschaftssubjekte in der Folge neue Investitionen einleiten.¹²⁰

Ökonomen begegnen den psychologischen Konjunkturtheorien aus drei Gründen mit Skepsis. Erstens befürchten sie, dass der psychologische Faktor als nicht deterministisches Element den Erklärungswert ihrer Modelle in Frage stellt. Zweitens wird kritisiert, dass es möglich sei, mit dem psychologischen Faktor jede Marktkonstellation zu erklären. Der Einfluss von Marktpsychologie sei demnach nicht zu falsifizieren und verliere daher allen Erklärungswert. Drittens würde ein psychologischer Faktor, sofern er von Belang sei, durch sein zufälliges Wirken jede Konjunkturprognose unmöglich machen. Da Konjunkturprognosen jedoch Erklärungswert besäßen, könne der psychologische Faktor nicht über den ihm zugeschriebenen Einfluss verfügen. Jöhr entgegnet hierauf, dass es erstens die Aufgabe der Theorie sei, die Wirklichkeit abzubilden und nicht, nur diejenigen Prozesse zu erfassen, die ohne größeren Aufwand modellierbar seien. Den zweiten Kritikpunkt lässt Jöhr nicht gelten, da die Beziehungen zwischen dem psychologischen und anderen Faktoren nicht in demselben Ausmaß gemessen werden können wie in anderen Wissenschaften. Dass die Wirkungsweise des psychologischen Faktors nur schwer messbar ist, bedeute nicht, dass er nicht existiere. Die dritte Kritik sei ebenfalls nicht haltbar, da Erwartungen eine gewisse Trägheit aufwiesen¹²¹ und der psychologische Faktor somit nicht Konjunkturprognosen verhindere, aber wohl ihre

¹¹⁷ Vgl. Siegenthaler (1984), S. 125.

¹¹⁸ Aufgrund der sinkenden Wertpapierkurse steigt ihre relative Verzinsung. Die Folge ist ein wachsender Abstand zwischen (fallender) Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und (steigendem) Zinsniveau. Vgl. Keynes (2000), S. 267f.

¹¹⁹ Vgl. Keynes (2000), S. 267, 270.

¹²⁰ Keynes argumentiert, dass es Situationen gibt, in denen zwar die Zinsen sinken, das Vertrauen in den Markt aber derartig erschüttert ist, dass die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals auf einem noch niedrigeren Niveau verharrt. Vgl. Keynes (2000), S. 270f. Aufgrund des kumulativen Effektes der Erwartungen auf die Preise plädiert Keynes daher für Nachfrage-Interventionen seitens des Staates. Bereits die Erwartung derartiger Eingriffe könne Ursprung eines Anstiegs des Vertrauens und damit einer Erholung des Marktes sein. Unterblieben die Eingriffe, dann bestehe die Gefahr, dass sich eine Rezession in eine andauernde Depression verwandle. Vgl. Cesarano (2003), S. 494f; Felderer/Homburg (1999), S. 179; Tobin (1995), S. 28.

¹²¹ Wenn Akteure gleichzeitig Handlungen einleiten und diese Handlungen ihren Effekt über einen Zeitraum erstrecken, kann die resultierende Konjunkturbewegung kurzfristig nicht gebremst werden.

Grenzen aufzeige.¹²² Obwohl die psychologischen Konjunkturtheorien ihren Erklärungsgehalt in der Literatur ihren Kritikern zum Trotz behaupten konnten,¹²³ haben Erwartungen ihren Eingang in makroökonomische Modelle größtenteils nur in sehr restriktiver Form gefunden. Theorien, die auf diesen restriktiven Annahmen basieren, sind Gegenstand des nachfolgenden Punktes.

2.1.2.3 Nicht-walrasianische und walrasianische Konjunkturtheorie

Die Konjunkturtheorie in der Zeit nach Keynes kann grundsätzlich in zwei Hauptströmungen unterteilt werden, die nicht-walrasianische Konjunkturtheorie einerseits und die walrasianische Konjunkturtheorie auf der anderen Seite. Die begriffliche Unterscheidung geht auf den Bezug der Theorien zu dem Gesetz von Walras zurück.

Das Gesetz von Walras¹²⁴ beschreibt den Umstand, dass unter der Annahme eines ausgeglichenen Geldmarktes¹²⁵ sehr wohl ein Überangebot auf einzelnen der drei Märkte Gütermarkt, Kapitalmarkt und Arbeitsmarkt entstehen könne, dass dieses Überangebot jedoch zwangsläufig durch eine Übernachfrage auf einem anderen Markt ausgeglichen werde. Das Entstehen eines gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichts sei demnach unmöglich.¹²⁶ Die in der Tradition von Keynes argumentierenden Anhänger der nicht-walrasianischen Konjunkturtheorie sprechen dem Gesetz von Walras seine Gültigkeit ab¹²⁷ und gehen von Marktversagen und von einer daraus resultierenden inhärenten Tendenz des Marktes zum Ungleichgewicht aus.¹²⁸ Aufgabe der Wirtschaftspolitik ist es vor diesem Hintergrund, in das Wirtschaftsgeschehen einzugreifen und entstandene Marktunvollkommenheiten zu eliminieren.¹²⁹ Das Funktionensystem, durch das Keynesianer die Volkswirtschaft beschreiben, wird durch wirtschaftspoliti-

¹²² Jöhr bezeichnet damit den Umstand, dass zwar die Konsequenzen von eingeleiteten Handlungen prognostizierbar sind, dies jedoch nur bedingt auf die Wahlhandlungen der Wirtschaftssubjekte zutrifft, da diese psychologischen Einflüssen unterliegen. Vgl. Jöhr (1972), S. 161-167.

¹²³ Vgl. Teichmann (1988), S. 9.

¹²⁴ Walras (1874).

¹²⁵ Nur in diesem Fall sind Gleichgewichtspreise eindeutig. Vgl. Assenmacher (1998), S. 68.

¹²⁶ Beispielsweise führt der Zins im klassisch-neoklassischen Modell zu einem Ausgleich von Angebot und Nachfrage auf dem Kapital- und auf dem Gütermarkt, da ein steigender Zins die von ihm abhängenden Ersparnisse steigert und eine Übernachfrage nach Wertpapieren auf dem Kapitalmarkt erzeugt, gleichzeitig aber die Konsumnachfrage senkt und so zu einem Überangebot auf dem Gütermarkt führt. Vgl. Felderer/Homburg (1999), S. 76f, 119.

¹²⁷ Im keynesianischen Modell besteht die Möglichkeit, dass sich Kapital-, Güter- und Geldmarkt im Gleichgewicht befinden, gleichzeitig aber Unterbeschäftigung besteht. Dies liegt daran, dass die Arbeitsnachfrage unabhängig vom Reallohn ist und einzig und allein durch das Realeinkommen bzw. die Gesamtnachfrage determiniert wird. Ist das Realeinkommen geringer als das Vollbeschäftigungseinkommen, so fallen Produktion und Beschäftigung auch geringer aus als ihre Gleichgewichtswerte. Vgl. Felderer/Homburg (1999), S. 113.

¹²⁸ Vgl. Ramser (1992), S. 27.

¹²⁹ Vgl. Kersten (2002), S. 58; Felderer/Homburg (1999), S. 179.

sche Maßnahmen nicht verändert.¹³⁰ Es bildet den Ausgangspunkt für die Formulierung einer nicht-walrasianischen Konjunkturtheorie,¹³¹ wird jedoch zur Darstellung der für Konjunkturen typischen Schwingungen über die Einführung von zeitlichen Wirkungsverzögerungen dynamisiert. Die Grundform eines solchen Modells geht auf Samuelson¹³² zurück.¹³³

Die Arbeit von Samuelson betrachtet den Gütermarkt einer geschlossenen Volkswirtschaft und führt den Konjunkturzyklus auf eine nachfrageabhängige Investitionsfunktion zurück. Eines von zwei Kernelementen für die Zyklusgenerierung bildet der bereits in der keynes'schen Konsumfunktion enthaltene Nachfragemultiplikator, nach dem der geplante Konsum einer Periode in einem fixen Verhältnis zu dem Realeinkommen der Vorperiode steht. Das Einkommen der Vorperiode bestimmt somit nach Berücksichtigung der Sparquote die gegenwärtigen Konsumausgaben, die wiederum Einkommen darstellen. Die zweite Komponente bildet der Investitionsakzelerator, der besagt, dass ein Teil der Investitionen einer Periode in einem fixen Verhältnis zur Konsumänderung im Vergleich zur Vorperiode steht, während der andere Teil exogen ist.¹³⁴ Das Sozialprodukt früherer Perioden setzt sich somit aus Konsum- und Investitionsnachfrage zusammen, die wiederum das gegenwärtige Sozialprodukt bestimmen. Das Zusammenwirken der Parameter beider Gleichungen führt dazu, dass wellenförmige Schwingungen entstehen, die in den meisten Fällen entweder von Periode zu Periode gedämpft oder explosiv verlaufen.¹³⁵ In beiden Fällen folgt das Sozialprodukt jedoch keinem Wachstumstrend, sondern bewegt sich auf einen konstanten Wert zu oder von ihm weg.¹³⁶

Zwar blieben die von Samuelson entworfenen und anderen Forschern weiterentwickelten Modelle in der Tradition der Nachfragetheorie, sie maßen aber der psychologischen Konjunkturtheorie nach Keynes nur bedingt Bedeutung zu.¹³⁷ Das Handeln der Wirtschaftssubjekte spiegelt zwar die von Keynes unterstellte, extrapolative Reakti-

¹³⁰ Vgl. Felderer/Homburg (1999), S. 283. Dieser Punkt wird später von den Vertretern der walrasianischen Konjunkturtheorie bestritten. Sie vermuten insbesondere Verhaltensänderungen aufgrund der staatlichen Eingriffe.

¹³¹ Für eine ausführliche Darstellung des keynesianischen Makromodells vgl. Assenmacher (1998), S. 79-96.

¹³² Vgl. Samuelson (1939).

¹³³ Vgl. Assenmacher (1998), S. 96.

¹³⁴ Hinter den exogenen bzw. autonomen Investitionen stehen hauptsächlich Ausgaben des Staates. Vgl. Assenmacher (1998), S. 98.

¹³⁵ Gleichförmige Schwingungen stellen lediglich einen möglichen Sonderfall dar. Vgl. Assenmacher (1998), S. 96f; Tichy (1994), S. 120; Maußner (1994), S. 113f; Teichmann (1988), S. 6f.

¹³⁶ Vgl. Conrad (1999), S. 190f.

¹³⁷ Zudem gaben die Gedanken von Samuelson die Gedanken von Keynes nur in stark vereinfachter Form wieder. Vgl. Güntzel (1994), S. 103.

onsweise auf wirtschaftliche Ungewissheit wider,¹³⁸ jedoch werden hierbei sowohl die Möglichkeit von Verhaltensänderungen als auch die Einflüsse von Spekulation, „animal spirits“ und Informationsflüssen vernachlässigt.¹³⁹ Es wird deutlich, dass ihr Verhalten einem rein mechanischen Muster folgt, das den Ausführungen von Keynes nicht gerecht wird. Derartige Argumentationslinien dominierten über Jahrzehnte hinweg die Konjunkturtheorie.¹⁴⁰ Gegen Ende der sechziger und Beginn der siebziger Jahre jedoch geriet die keynesianische Lehre unter anderem angesichts des von ihr nur schwer erklärbaren Phänomens hoher Inflation bei gleichzeitig hoher Arbeitslosigkeit sowie der Erfolglosigkeit auf ihr basierender Konjunkturpolitik in die Kritik. Zudem wurde ihr zur Last gelegt, dass die von ihr vertretene Vorstellung über rückwärtsgewandte Erwartungen nicht mit nutzenmaximierendem Verhalten vereinbar sei.¹⁴¹ In der Folge verbreiteten sich neuere walrasianische Theorien, allen voran der Monetarismus und die Neue Klassische Makroökonomik (NCM).¹⁴²

Im Rahmen der monetaristischen Theorie bilden Wirtschaftssubjekte sog. adaptive Erwartungen. Zwar extrapolieren sie die Vergangenheit in die Zukunft, jedoch lernen sie im Prozessverlauf aus ihren Fehlern, da sie bei der Prognose für die kommende Periode den ihnen in der Prognose für die gegenwärtige Periode unterlaufenen Fehler berücksichtigen.¹⁴³ Wie bei Samuelson entstehen im Rahmen dieser Modelle Konjunkturschwankungen durch Verzögerungen, jedoch beruhen sie nicht auf mechanischen Zusammenhängen, sondern resultieren aus verspäteten Anpassungen der Erwartungen an reale Gegebenheiten.¹⁴⁴ Da die von den Monetaristen definierten adaptiven Erwartungen keinen Beitrag zu der Erklärung von Wendepunkten leisten konnten und auf relativ einfachen Verhaltensannahmen beruhten, suchten andere Forscher walrasianischer Prägung nach Alternativen. Sie fanden diese in der Theorie rationaler Erwartungen, die ursprünglich auf Muth¹⁴⁵ zurückgeht,¹⁴⁶ jedoch erst durch die von Lucas¹⁴⁷

¹³⁸ Vgl. Tichy (1992), S. 46; Teichmann (1988), S. 12.

¹³⁹ Vgl. Schebeck/Tichy (1984), S. 207.

¹⁴⁰ Vgl. Ramser (1988), S. 1.

¹⁴¹ Vgl. Kersten (2002), S. 58; Tobin (1995), S. 17; Tichy (1994), S. 123; Schebeck/Tichy (1984), S. 207; Johnson (1971), S. 7.

¹⁴² Als Reaktion auf die NCM entstand zu einem späteren Zeitpunkt die Neue Keynesianische Makroökonomik (NKM), die versuchte, Kritiken an dem keynesianischen Konzept zu berücksichtigen, zentrale keynesianische Annahmen über Marktversagen jedoch zu erhalten. Vgl. Schips (2002), S. 21-22; Maußner (1994), S. 34. Da auch sie keine Wechselbeziehungen zwischen Erwartungen und Konjunktur in die Überlegungen einbezog, wird darauf an dieser Stelle nicht näher eingegangen. Vgl. Tichy (1992), S. 47.

¹⁴³ Vgl. Felderer/Homburg (1999), S. 260f; Assenmacher (1998), S. 294f.

¹⁴⁴ Vgl. Tichy (1994), S. 122.

¹⁴⁵ Vgl. Muth (1961).

¹⁴⁶ Vgl. Felderer/Homburg (1999), S. 261.

¹⁴⁷ Vgl. Lucas Jr. (1977); Lucas Jr. (1975).

formulierte Gleichgewichtstheorie im Rahmen der Neuen Klassischen Makroökonomik bekannt wurde.¹⁴⁸

Wie Lucas selbst betonte, beinhaltet die Rationalität der rationalen Erwartungen nicht nur die traditionelle Bedeutung der Übereinstimmung von Handlung und Zielsetzung bzw. Erwartung, sondern geht darüber hinaus und drückt die optimale Verarbeitung aller zur Verfügung stehenden Informationen aus.¹⁴⁹ Die Wirtschaftssubjekte kennen die Mittelwerte und Parameter aller die Volkswirtschaft beeinflussenden Variablen und außerdem das volkswirtschaftliche Modell selbst, nach dem sich die Wirtschaft bewegt.¹⁵⁰ Lediglich die verfügbaren Informationen sind geringfügig eingeschränkt nicht nur in Bezug auf eine nicht feststehende Zukunft, sondern darüber hinaus in Bezug auf die gegenwärtige Situation am Markt.¹⁵¹ Wirtschaftssubjekte sind sich zwar über die Existenz wirtschaftlicher Schwankungen im Klaren, können jedoch bei Lucas nicht immer zwischen richtigen und irreführenden Signalen unterscheiden, da sie nur für den Markt, auf dem sie agieren, über vollständige Information verfügen.¹⁵² Signale entstehen entweder durch zufällige Störungen des Wirtschaftssystems oder durch eine un-stete Wirtschaftspolitik,¹⁵³ die über eine nicht vorhergesehene Verschiebung von Angebot und Nachfrage das Preisniveau verändern. Da Marktteilnehmer diese Veränderung als relative Preissteigerung auf dem eigenen Markt interpretieren, reagieren sie mit einer Ausdehnung des Angebots. Lucas erklärt somit die prozyklische Entwicklung von Preisen und wirtschaftlicher Aktivität mit der Reaktion auf exogene monetäre Schocks und deren Folgen.¹⁵⁴ Sobald die Marktteilnehmer erkennen, dass auch die Preise ihrer Vorprodukte angestiegen sind, erkennen sie ihren Erwartungsfehler und schränken ihre Produktion wieder ein, so dass der Abschwung eingeleitet wird. Bei auf rationalen Erwartungen basierenden Prognosen der Marktteilnehmer handelt es sich aufgrund ihrer Abhängigkeit vom Informationsstand um bedingte Prognosen.¹⁵⁵ Auf-

¹⁴⁸ Vgl. Tichy (1992), S. 46f. Lucas erhielt für seine Arbeit im Jahre 1995 den Nobelpreis. Vgl. Becker/Bolle (1996), S. 90.

¹⁴⁹ Vgl. Lucas Jr. (1975), S. 1121. Keynes hatte den Begriff lediglich in seiner ursprünglichen Bedeutung gebraucht. Vgl. Koppl (1991), S. 204.

¹⁵⁰ Vgl. Tichy (1992), S. 46f.

¹⁵¹ Vgl. Lucas Jr. (1975), S. 1113. Das Ergebnis ist somit eine subjektive Rationalität. Vgl. Conrad (1999), S. 205.

¹⁵² Vgl. Assenmacher (1998), S. 301f; Lucas Jr. (1975), S. 1140.

¹⁵³ Da die Wirtschaftspolitik über keine besseren Informationen als die private Wirtschaft verfügt, besitzt sie auch keinen Handlungsspielraum für Konjunkturpolitik. Außerdem unterstellt Lucas, dass die Wirtschaftssubjekte staatliche Eingriffe antizipieren und mit einer Verhaltensänderung reagieren, die zur Folge hat, dass das Modell, mittels dessen die Wirtschaftspolitik die Wirkung ihres Handelns berechnet, veraltet. Vgl. Felderer/Homburg (1999), S. 276f; Belke/Vollmer (1995), S. 83.

¹⁵⁴ Vgl. Felderer/Homburg (1999), S. 281f; Assenmacher (1998), S. 302.

¹⁵⁵ Bereits Muth hatte betont, dass die mathematische Erwartung nicht notwendigerweise korrekt sei, da sie auf den Informationen der Vorperiode beruht. Rationale Erwartungen dürften daher nicht mit einer vollständigen Voraussicht gleichgesetzt werden. Vgl. Felderer/Homburg (1999), S. 261-263.

grund der unterstellten Rationalität unterläuft den Wirtschaftssubjekten der Erwartungsfehler anders als bei adaptiven Erwartungen nicht in systematischer Form. Kritiker bezweifeln dabei jedoch die Annahmen, dass Akteure über die gegenwärtige Marktlage asymmetrisch informiert sind und handeln, ohne sich bezüglich der Richtigkeit der Information rückzuversichern.¹⁵⁶ Schließlich weisen Kritiker auf die unrealistisch weit gefassten „Annahmen über Informationsstand, Informationsverarbeitungskapazität, Lernverhalten und Lernfähigkeit“¹⁵⁷ hin.¹⁵⁸

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die walrasianische Konjunkturtheorie psychologischen Phänomenen im Rahmen der rationalen Erwartungen ebenfalls eine Nebenrolle beimisst. Die zunehmende Formalisierung der Wirtschaftstheorie führt dazu, dass die Prozesse, die sich in mathematischen Systemen nicht leicht erschließen, wenig Berücksichtigung finden.¹⁵⁹ Der psychologische Faktor als ein möglicher Auslöser des Auf- bzw. Abschwungs wird vielfach konzeptionell reduziert bzw. über die formale Integration eliminiert.¹⁶⁰ Ob es vor diesem Hintergrund als gelungen gelten kann, die ökonomische Wirklichkeit durch die Formalisierung von Erwartungen besser abzubilden, wird von manchen Autoren daher bezweifelt.¹⁶¹

2.1.2.4 Experimentelle Konjunkturerklärung

Bereits 1955 befürwortete Simon in seiner Kritik an der Erwartungsnutzentheorie die Beobachtung und Berücksichtigung der vermeintlich nicht-rationalen Vereinfachungsmechanismen, die Individuen in ihrem Beurteilungs- und Entscheidungsverhalten täglich zum Einsatz bringen.¹⁶² Erst am Anfang der siebziger Jahre legten jedoch Kahneman und Tversky¹⁶³ den Grundstein dafür im Rahmen der Behavioral Economics, die inzwischen vor allem im Bereich der Finanzwissenschaften große Beachtung

¹⁵⁶ Vgl. Conrad (1999), S. 207f; Felderer/Homburg (1999), S. 263, 282-285; Ramser (1988), S. 4.

¹⁵⁷ Tichy (1992), S. 47.

¹⁵⁸ Vgl. Assenmacher (1998), S. 309.

¹⁵⁹ Vgl. Güntzel (1998), S. 361.

¹⁶⁰ Vgl. Collard (1996), S. 923.

¹⁶¹ Vgl. Güntzel (1994), S. 20; Tichy (1992), S. 58.

¹⁶² Vgl. Simon (1955), S. 101.

¹⁶³ Tversky/Kahneman (1974); Kahneman/Tversky (1973).

finden¹⁶⁴ und für die sie im Jahre 2002 mit dem Nobelpreis für Volkswirtschaftslehre ausgezeichnet wurden.¹⁶⁵ Kahneman und Tversky sowie eine Vielzahl nachfolgender Wissenschaftler wiesen in einem ersten Schritt über psychologische Experimente nach, dass menschliche Entscheidungsprozesse gemessen an Modellen rationalen Verhaltens ein systematisches Fehlverhalten mit potenziell schwerwiegenden Konsequenzen aufweisen.¹⁶⁶ In einem zweiten Schritt erbrachten sie den Nachweis, dass das Konzept der beschränkten Rationalität nicht nur theoretisch eine realitätsgetreuere Abbildung der Realität ermöglicht, sondern auch praktisch im Rahmen mathematischer Modelle darstellbar ist.¹⁶⁷ Somit entkräfteten sie viele der Argumente, die konzeptionell gegen eine Berücksichtigung des psychologischen Faktors und für die Dominanz der Annahme rationaler Erwartungen vorgebracht werden (vgl. Tabelle 1).¹⁶⁸

Kritik an psychologisch orientierten Ansätzen	Kritik an Rationalität unterstellenden Ansätzen
Willkürliche Unterstellung von psychologischen Einflüssen	Unterstellte Rationalität erfordert dem Menschen nicht zur Verfügung stehende mentale Ressourcen
Experimente, die die vermeintlichen psycholog. Einflüsse nachweisen, sind nicht sinnvoll	Die empirische Evidenz unterstützt nicht die Hypothese rationalen Verhaltens
Es ist zu einfach, ex post Widersprüche in Daten mit unterst. psycholog. Theorien zu erklären	Es ist zu einfach, ex post Widersprüche in Daten mit unterst. Marktperfektionen zu erklären
Rationale Akteure gleichen Folgen psychologisch fehlgeleiteten Verhaltens aus	Irrationale Akteure bringen effiziente Preisgefüge aus dem Gleichgewicht
Rationale Investoren treffen besser Entscheidungen und haben größeren monetären Erfolg	Irrationale Investoren nehmen mehr Risiken auf und haben größeren monetären Erfolg
Fehlgeleitete Investoren werden lernen und im Zeitablauf bessere Entscheidungen treffen	Akkurate Investoren werden lernen und im Zeitablauf schlechtere Entscheidungen treffen
Scheinbare Berechenbarkeit von Renditen ist ungerechtfertigt. Psychologisch orientierte Modelle, die eine Vorhersagbarkeit unterstellen, sind falsch	Scheinbare Berechenbarkeit von Renditen ist ungerechtfertigt. Rationalität unterstellende Modelle, die eine Vorhersagbarkeit unterstellen, sind falsch

Tabelle 1: Gegenseitige Kritikpunkte unterschiedlicher Ansätze¹⁶⁹

¹⁶⁴ Die Behavioral Economics richten sich vor allem gegen das Postulat der Erwartungsnutzentheorie als Modell zur Beschreibung von Entscheidungsprozessen unter Unsicherheit. Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 263. Im Rahmen der Konjunkturtheorie stellen sie allgemein eine Alternative bzw. eine Ergänzung zum Ansatz der rationalen Erwartungen, insbesondere jedoch zu erwartungsnutzenmaximierenden rationalen Erwartungen in den hier nicht näher beschriebenen, so genannten Real Business Cycle-Modellen (RBC) dar. Vgl. Tichy (1992), S. 49-51. Der Bereich der Behavioral Economics, der sich mit den Finanzwissenschaften auseinandersetzt, wird als Behavioral Finance bezeichnet und umfasst die überwiegende Menge neuerer Publikationen zu dem Thema. Der Anteil der Arbeiten, die sich mit dem Entscheidungsverhalten auf Immobilienmärkten beschäftigen, weist ein starkes Wachstum auf und trägt den Namen Behavioral Real Estate.

¹⁶⁵ Vgl. Shfrin/Statman (2003), S. 54.

¹⁶⁶ Vgl. Akerlof/Yellen (1987), S. 140; Tversky/Kahneman (1974), S. 1124.

¹⁶⁷ Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1111; Mullainathan/Thaler (2000), S. 1.

¹⁶⁸ Vgl. Tichy (1992), S. 49-51; Zarnowitz (1985), S. 295.

¹⁶⁹ Quelle: Hirshleifer (2001), S. 1535.

Die bisher im Rahmen der Behavioral Economics durchgeführten Studien belegen, dass Abweichungen von rationalem Verhalten unabhängig von der Markterfahrung des Individuums¹⁷⁰ sowohl im Urteils- als auch im Wahlverhalten von Marktteilnehmern auftreten.¹⁷¹ Theorien, die derartige Abweichungen beschreiben, verfügen bisher über kein geschlossenes Theoriegebäude und können auch nur in Teilbereichen als konjunkturrelevant angesehen werden. Aus diesen Gründen werden die nachfolgenden Ansätze im Rahmen der vorliegenden Arbeit als Ansätze der „experimentellen Konjunkturerklärung“ bezeichnet.¹⁷² An dieser Stelle erfolgt eine inhaltliche Beschränkung auf eine einzelne, für Konjunkturbetrachtungen bedeutsame Heuristik, die so genannte representativeness.¹⁷³

Representativeness beschreibt eine Besonderheit im Urteilen über den Zusammenhang zwischen einer Stichprobe und ihrer Grundgesamtheit bzw. zwischen einem Ereignis und dem das Ereignis bestimmenden Modell. Es konnte gezeigt werden, dass Individuen dazu neigen, in ihrem Urteilsverhalten zu Zwecken der Komplexitätsreduktion von der Wahrscheinlichkeitsverteilung eines Ereignisses zu abstrahieren.¹⁷⁴ Statt von Wahrscheinlichkeitsüberlegungen lassen sie sich bspw. bei der Einschätzung der zukünftigen konjunkturellen Entwicklung hauptsächlich von der Ähnlichkeit der gegenwärtigen Ausprägung beobachtbarer Indikatoren zu der vergangenen Ausprägung derselben Indikatoren und der darauf folgenden vergangenen konjunkturellen Entwicklung leiten. Somit besteht die Gefahr, dass von einer Stichprobe auf eine Grundgesamtheit geschlossen wird, obwohl die Wahrscheinlichkeit für die Korrektheit des Urteils gering ist. Zudem tendieren Individuen dazu, nicht nur die unterliegende Wahrscheinlichkeitsverteilung zu vernachlässigen, sondern auch nur unzureichend zu berücksichtigen, ob die vorliegende Stichprobe erstens groß genug ist, ob sie zweitens möglicherweise zufällig entstanden oder auf andere Umstände zurückzuführen ist und ob drittens die Datenlage ein Urteil überhaupt zulässt.¹⁷⁵ Sie schreiben somit in unge-

¹⁷⁰ Vgl. Tversky/Kahneman (1974), S. 1130.

¹⁷¹ Vgl. Mullainathan/Thaler (2000), S. 3f.

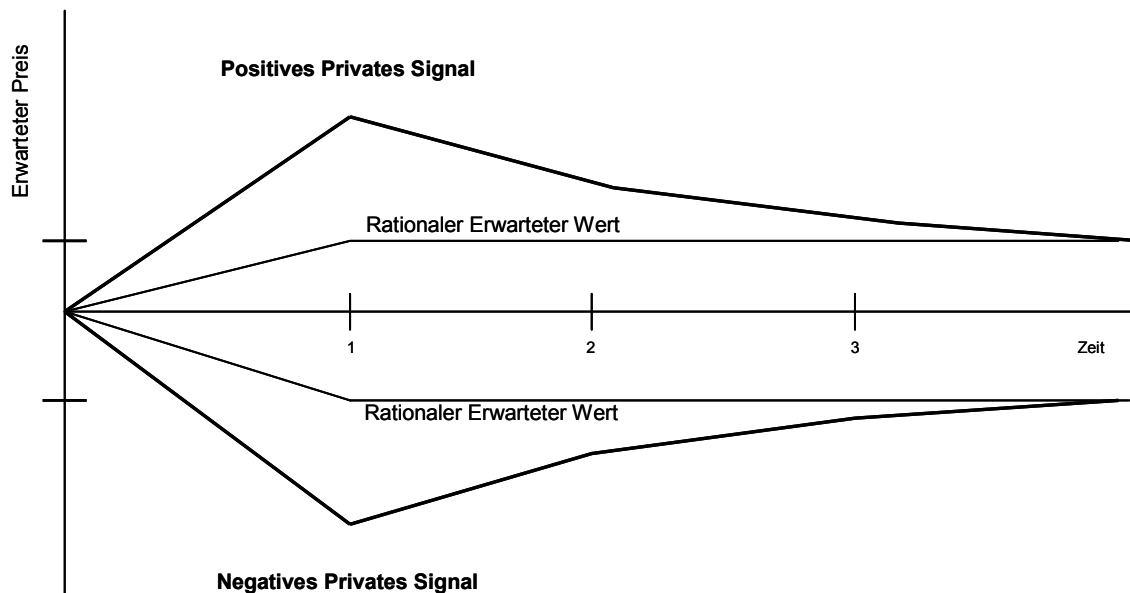
¹⁷² Der Begriff der Konjunkturerklärung wurde als bewusste Abgrenzung zum Begriff der Konjunkturtheorie gewählt.

¹⁷³ Die Abweichungen vom Rationalitätsprinzip im Wahlverhalten werden zumeist unter dem Begriff der prospect theory subsumiert und gehen auf Kahneman/Tversky (1979) zurück. Obwohl aus Sicht des Verfassers eine vollständige Berücksichtigung konjunkturrelevanter Aspekte der Behavioral Economics hohen Erkenntnisgewinn versprechen würde, muss angesichts der notwendigerweise damit verbundenen argumentativen Tiefe und des begrenzten Umfangs der vorliegenden Arbeit davon Abstand genommen werden. Eine aktuelle Übersicht über die wichtigsten Heuristiken und ihre Auswirkungen bieten Barberis/Thaler (2003), Daniel/Hirshleifer/Teoh (2002), Shefrin (2002), Hirshleifer (2001) und Shleifer (2000).

¹⁷⁴ Vgl. Kahneman/Tversky (1996), S. 584.

¹⁷⁵ Vgl. Tversky/Kahneman (1974), S. 1124-1127.

rechtfertigter Weise Signalen einen Informationsgehalt zu, den diese nicht besitzen.¹⁷⁶ Mögliche Folgen sind ungerechtfertigter Optimismus (und Pessimismus) und dadurch motivierte übertriebene Reaktionen auf Preissignale, die dazu führen, dass bspw. vor allem in Anlageklassen investiert wird (Positionen abgebaut werden), deren Wert kürzlich gestiegen (gefallen) ist. Auf representativeness beruhende Reaktionen auf einmalige Effekte oder Fortschreibungen vergangener Entwicklungen wurden vielfach nachgewiesen und modelliert. Dennoch muss beachtet werden, dass es bisher nicht möglich war, daraus eine „allgemeine Theorie ökonomischen Verhaltens“ zu entwickeln. Zwar unterlaufen Individuen aufgrund von Optimismus und Pessimismus systematische Fehler (vgl. Abbildung 5), jedoch kann ex ante nicht eindeutig definiert werden, unter welchen Umständen sie überreagieren und wann dies nicht der Fall ist.¹⁷⁷



**Durchschnittlicher Preis in Abhängigkeit von der Zeit als Folge
überoptimistischen/-pessimistischen Verhaltens seitens der Investoren.**

Abbildung 5: Psychologische Überreaktionen im Konjunkturzyklus¹⁷⁸

¹⁷⁶ Vgl. de Long et al. (1990b), S. 706f.

¹⁷⁷ Vgl. Daniel/Hirshleifer/Teoh (2002), S. 148; Mullainathan/Thaler (2000), S. 7; Shiller (1998), S. 13, 15f. Dies liegt unter anderem daran, dass beobachtete (und möglicherweise gegenläufige) Anomalien im Urteils- und Entscheidungsverhalten aus Sicht der Sozialwissenschaften verschiedene Ursachen haben können. Anders als im Rahmen von kontrollierten Experimenten kann daher in der Realität nicht eindeutig bestimmt werden, welchen Faktoren die Entscheider ausgesetzt sind und wie sie darauf reagieren. Vgl. Shiller (1998), S. 2.

¹⁷⁸ Quelle: In Anlehnung an Daniel/Hirshleifer/Subrahmanyam (1998), S. 1847.

Teilweise bietet erst das Zusammenspiel von representativeness mit weiteren Heuristiken¹⁷⁹ eine plausible Erklärung dafür, dass sich Preise von ihren Gleichgewichtswerten entfernen und konjunkturelle Schwankungen oder spekulative Blasen auf Märkten entstehen¹⁸⁰ oder verstärkt werden.¹⁸¹ Auf der anderen Seite genügen bereits geringe Abweichungen vom Postulat der Rationalität, um die bei Keynes beschriebenen Konjunkturzyklen in Gang zu setzen.¹⁸²

Die Annahme eines rationalen Marktverhaltens wird von Anhängern traditionellerer Volkswirtschaftslehren auf verschiedene Weisen gegen die Hypothesen der Behavioral Economics verteidigt. So wird einerseits argumentiert, dass nichtrationales Verhalten nicht für den Gesamtmarkt relevant sei, da es im Zeitablauf über Lernen an Bedeutung verliere.¹⁸³ Andererseits wird die Relevanz nichtrationaler Handlungen für den Gesamtmarkt durch das Argument in Frage gestellt, dass wenige rationale Akteure ausreichen, um einen Markt über Spekulation und Arbitrage-Geschäfte zu stabilisieren. Schließlich wird argumentiert, dass die Erkenntnisse der Experimente auch durch rationales Verhalten unter Ungewissheit erklärt werden könnten.

Verfechter der eingeschränkten Rationalität bezweifeln das Argument, dass überoptimistische Wirtschaftssubjekte entweder aus ihren Fehlern lernen müssen oder ihr Geld verlieren und aus dem Markt gedrängt werden. Dagegen führen sie an, dass überoptimistische Wirtschaftssubjekte dazu tendieren, risikoreichere Positionen aufzubauen als rationale Akteure und damit unter gewissen Marktumständen nicht eine niedrigere, sondern eine höhere Rendite erwirtschaften. Zudem bestreiten sie, dass sich zwangsläufig Lernverhalten auf Märkten einstellt, da sich die Rahmenbedingungen jeder Entscheidung unterscheiden. Dies gelte besonders für langwierige Anpassungsprozesse

¹⁷⁹ So sorgt beispielsweise der so genannte conservatism bias dafür, dass sich die Überreaktion über einen gewissen Zeitraum erstreckt. Vgl. Barberis/Shleifer/Vishny (1998).

¹⁸⁰ Als spekulative Blase wird ein Zustand bezeichnet, in dem der Preis eines Vermögensgegenstandes eine höhere Wachstumsrate aufweist als durch Fundamentaldaten erklärbar ist. Alternativ besteht eine spekulative Blase dann, wenn der heutige Preis eines Vermögensgegenstandes einzig und allein aus dem Grund seinen Fundamentalwert übersteigt, weil erwartet wird, dass er in der nächsten Periode weiter steigt. In beiden Fällen spielen Erwartungen eine große Rolle. Vgl. Meltzer (2003), S. 23.

¹⁸¹ Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1083, 1092; Shiller (2002b), S. 17f; Shiller (2002a), S. 20; Shiller (1998), S. 13, 16, 20. Representativeness bietet somit eine mögliche Fundierung für die Beobachtung, dass psychologische Faktoren die Konjunktur verstärken und psychologische Konjunkturtheorien somit andere konjunkturelle Modelle nicht ersetzen, wohl aber ergänzen. Vgl. Haberler (1955), S. 141f. Dies gilt selbstverständlich für die Behavioral Economics insgesamt, da sie nicht die bspw. in walrasianischen Konjunkturmodellen beschriebenen Mechanismen an sich in Frage stellen, sondern lediglich das ihnen zugrunde gelegte Menschenbild.

¹⁸² Vgl. Akerlof/Yellen (1987), S. 138.

¹⁸³ Vgl. Shiller (1998), S. 2.

wie sie bspw. auf Immobilienmärkten vorherrschten.¹⁸⁴ So tendierten Wirtschaftssubjekte dazu, ihr Verhalten in spezifischen Situationen auch dann nicht abzuändern, wenn sie Gelegenheit hatten, ihre Fehler einzusehen.¹⁸⁵ Andere Autoren greifen diesen Gedanken auf und argumentieren, dass durch eingeschränkte Rationalität ausgelöster Optimismus und Pessimismus umso wahrscheinlicher auftreten, je komplexer die Situation ist. Aufgrund dieses so genannten „difficulty effects“ werden Urteile in einem solchen Fall unweigerlich von der gegenwärtigen Marktentwicklung, dem eigenen Markterfolg und den Urteilen Anderer beeinflusst.¹⁸⁶

Kritiker der Behavioral Economics stimmen teilweise zu, dass eine gleichermaßen eingeschränkte Rationalität aller Wirtschaftssubjekte zu deutlichen Fehlentwicklungen führen könnte. Ihrer Argumentation zufolge unterliegen jedoch nicht alle Marktteilnehmer denselben Beschränkungen, so dass rationale und besser informierte Akteure die aufgrund von eingeschränkter Rationalität verzerrten Preise durch stabilisierende Spekulation zur ihren Fundamentalwerten zurückführen.¹⁸⁷ Als Folge dessen verlieren eingeschränkt rationale Individuen Geld und werden ggf. aus dem Markt gedrängt.¹⁸⁸ Eines der Argumente gegen eine derartige Stabilisierung lieferte bereits 1936 Keynes mit der folgenden Aussage: „Spekulanten mögen unschädlich sein als Seifenblasen auf einem stetigen Strom der Unternehmungslust. Aber die Lage wird ernsthaft, wenn die Unternehmungslust die Seifenblase auf einem Strudel der Spekulation wird.“¹⁸⁹ Er begründete damit die Beobachtung, dass es rational sein kann, besseres Wissen dazu zu verwenden, von den Preisbewegungen zu profitieren, die sich aufgrund von Marktpsychologie in der nahen Zukunft einstellen werden. Statt das Ungleichgewicht zu stabilisieren, profitieren die Spekulanten somit von einer zunehmenden Preisverzerrung und verstärken diese noch.¹⁹⁰ Dasselbe Phänomen stellt sich ein, wenn rationale Marktteilnehmer davon ausgehen können, dass ihre Handlungen ein Preissignal setzen, das wiederum die beschränkt rationalen Marktteilnehmer – bspw. durch representativeness – veranlasst, ähnliche Handlungen einzuleiten. Selbst wenn eine

¹⁸⁴ Vgl. Thaler (2000), S. 136; de Long et al. (1990a), S. 383; de Long et al. (1990b), S. 713.

¹⁸⁵ Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1066; Wang (2001), S. 163; Rabin (1998), S. 31f. Tversky und Kahneman argumentieren, dass sich zudem Heuristiken wie representativeness allgemein in der Evolution bewährt hätten und daher trotz der damit verbundenen temporären Fehlentscheidungen beibehalten würden. Vgl. Tversky/Kahneman (1974), S. 1130.

¹⁸⁶ Vgl. Shiller (2002a), S. 21; Kahneman/Tversky (1996), S. 588.

¹⁸⁷ Vgl. Kluger/Wyatt (2004), S. 995f; Frey/Benz (2002), S. 12f; Friedman (1970), S. 306f; Fama (1965), S. 38f.

¹⁸⁸ Vgl. de Long et al. (1990b), S. 704.

¹⁸⁹ Als Unternehmungslust bezeichnete Keynes die „Tätigkeit der Voraussage des voraussichtlichen Ertragnisses [!] von Vermögensgegenständen während ihrer ganzen Lebensdauer“. Keynes (2000), S. 134.

¹⁹⁰ Vgl. Mullainathan/Thaler (2000), S. 2.

anfängliche Preissteigerung von Fundamentaldaten gestützt wurde und die rationalen Akteure anschließend wieder verkaufen, so erweist sich ihr Effekt doch als destabilisierend.¹⁹¹ Dies gilt besonders für den Fall, dass sich rationale Akteure der folgenden Preisbewegung nicht widersetzen können, sondern sich ihr zwangsläufig anschließen oder dem Markt fernbleiben müssen.¹⁹²

Selbst Arbitrageure,¹⁹³ die prinzipiell eine Stabilisierung des Marktes beabsichtigen, werden diese unter vielen Umständen nicht umsetzen. Erstens erweist sich die Spekulation gegen beschränkt rationale Akteure in vielen Fällen als unattraktiv. Dies liegt auf der einen Seite an der Tatsache, dass Marktpsychologie sich potenziell über einen langen Zeitraum in eine Richtung selbst verstärken kann, so dass statt der beschränkt rationalen Akteure diejenigen Arbitrageure, die ihre Positionen auflösen müssen, Verluste erleiden und aus dem Markt gedrängt werden. Kurzfristig orientierte rationale Akteure, die eine Stabilisierung beabsichtigen, werden daher zögern sich diesem Risiko auszusetzen.¹⁹⁴ Auf der anderen Seite impliziert das Auffinden und Ausgleichen von Preisverzerrungen in der Realität Suchkosten, die die Attraktivität einer Stabilisierung verringern. Weil Stabilisierung sowohl mit Risiken als auch mit Kosten verbunden ist, können Abweichungen von Fundamentaldaten fortbestehen.¹⁹⁵ Zweitens kann es sein, dass Arbitrageure vor Kapitalgebern Rechenschaft über ihre kurzfristigen Erfolge abzulegen haben oder ihre Aktivitäten sogar direkt mit diesen abstimmen müssen. Im ersten Fall werden sich der Anlagehorizont und die Entschlossenheit im Vorgehen bedeutsam verringern,¹⁹⁶ während im zweiten Fall eine Stabilisierung scheitert, wenn es nicht gelingt (rationale oder beschränkt rationale) Kapitalgeber von der Existenz einer vorteilhaften Anlagemöglichkeit zu überzeugen.¹⁹⁷ Drittens fällt es selbst rationalen Akteuren unter gewissen Umständen schwer, rationale Erklärungen für potenzielle Preisverzerrungen abzulehnen, da sie Strukturbrüche, die das unterliegende Modell

¹⁹¹ Derartige Reaktionen treten häufig auf Wertpapiermärkten auf, bspw. in Form von Charttechnik oder bedingten Kaufs- und Verkaufsaufträgen. Vgl. de Long et al. (1990a), S. 379f.

¹⁹² Vgl. Haltiwanger/Waldman (1985), S. 327f.

¹⁹³ Die von Friedman und Fama beschriebenen rationalen Akteure werden auch als Arbitrageure bezeichnet. Diesem Begriff liegt die Auffassung zugrunde, dass sich mit dem Auftreten einer Preisverzerrung sofort die Möglichkeit eines risikolosen Profits mit stabilisierender Wirkung ergibt. Diese Risikolosigkeit wird von Vertretern der Behavioral Economics bestritten. Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1055. Gleichwohl wird die Profitabilität einer stabilisierenden Anlagestrategie nicht prinzipiell in Frage gestellt. Vgl. Shiller (1998), S. 17.

¹⁹⁴ Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1056; Mullainathan/Thaler (2000), S. 2; de Long et al. (1990b), S. 705. Das Ausmaß dieses Zögerns wird auch in diesem Fall stark vom relativen Kräfteverhältnis der beschränkt rationalen Individuen und der rationalen Akteure bestimmt. Vgl. Daniel/Hirshleifer/Teoh (2002), S. 141.

¹⁹⁵ Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1055-1058.

¹⁹⁶ Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1057; Mullainathan/Thaler (2000), S. 2.

¹⁹⁷ Der difficulty effect spielt auch hier eine große Rolle. Vgl. Brav/Heaton (2002), S. 578f.

verändern, nicht per se ausschließen können.¹⁹⁸ Schließlich wird die Existenz rationaler Wirtschaftssubjekte an sich bezweifelt, da alle Individuen identischen Beschränkungen unterliegen.¹⁹⁹

Eine letzte Gruppe von Kritikern der Behavioral Economics akzeptiert zwar die Resultate der psychologischen Experimente, interpretiert sie jedoch als mit Rationalität vereinbar. Übermäßiger Optimismus oder Pessimismus resultiert demnach aus rationalem Handeln in Abwesenheit von ausreichendem Wissen über die Beschaffenheit des die Wirtschaft bestimmenden Modells.²⁰⁰ Die Grundidee dieser teilweise als „structural uncertainty models“²⁰¹ oder „rational structural uncertainty models“²⁰² bezeichneten Theorien geht auf Lucas zurück, der 1977 argumentierte, dass die Hypothese rationaler Erwartungen nur dann gerechtfertigt sei, wenn von Entscheidungssituationen unter Risiko im Sinne von Knight ausgegangen werden könne. Im Rahmen von Entscheidungssituationen unter Ungewissheit hingegen sei sogar ein vermeintlich beschränkt rationales Verhalten rational erklärbar, sofern sich die wahrgenommenen Wahrscheinlichkeitsverteilungen ausreichend von den tatsächlichen Wahrscheinlichkeitsverteilungen unterscheiden.²⁰³ So könne eine ungerechtfertigte Übergewichtung neuerer Informationen, die üblicherweise mit representativeness in Verbindung gebracht wird, ebenso auf die Überzeugung der Marktteilnehmer zurückgehen, dass ein Strukturwandel eingesetzt habe, der den Erklärungswert älterer Informationen verringert.²⁰⁴ Ob rationale Akteure, die auf Basis limitierter Informationen handeln müssen, sich entsprechend verhalten, hängt dabei nicht nur von der subjektiv wahrgenommenen Wahrscheinlichkeit eines strukturellen Wandels ab, sondern auch von dem Vertrauen, das die Handelnden in die aus limitierten Informationen abgeleiteten Erkenntnisse setzen.²⁰⁵ Auch in diesem Fall kann bereits eine minimale Lockerung der betreffenden Prämisse der Hypothese rationaler Erwartungen bedeutsame Konsequenzen nach sich ziehen.²⁰⁶ Der negative Effekt für den Markt zeigt sich zwar nicht zwingend auch auf Ebene des aggregierten Handelns, jedoch ist eine Destabilisierung in Abhängigkeit von der genauen Spezifikation des Modells wahrscheinlich.²⁰⁷

¹⁹⁸ Vgl. Brav/Heaton (2002), S. 597; Shiller (2002b), S. 14.

¹⁹⁹ Vgl. Daniel/Hirshleifer/Teoh (2002), S. 141; Hirshleifer (2001), S. 1536, 1540.

²⁰⁰ Vgl. Brav/Heaton (2002), S. 576f.

²⁰¹ Barberis/Thaler (2003), S. 1053.

²⁰² Brav/Heaton (2002), S. 577.

²⁰³ Ebenso bestritt Lucas keineswegs, dass sich psychotisches Verhalten auf Märkten dem Erklärungswert Modelle rationaler Erwartungen entzieht. Vgl. Lucas Jr. (1977), S. 15.

²⁰⁴ Vgl. Brav/Heaton (2002), S. 589f.

²⁰⁵ Vgl. Kurz (1994), S. 893f. Dieser Aspekt wird in Punkt 3.2.1.1 und 3.2.1.4 wieder aufgegriffen.

²⁰⁶ Vgl. Orphanides/Williams (2003), S. 2f; Bikhchandani/Hirshleifer/Welch (1998), S. 168.

²⁰⁷ Vgl. Stein (1987), S. 1141f.

Eine weitere Schwierigkeit bei Entscheidungen unter unvollständiger Information entsteht aus der Interaktion verschiedener Marktteilnehmer, da jeder Marktteilnehmer annehmen muss, dass ein anderer Marktteilnehmer potenziell über andere bzw. bessere Informationen verfügt.²⁰⁸ Sofern Akteure unter diesen Umständen ein größeres Vertrauen in die beobachteten Handlungen anderer Wirtschaftssubjekte legen als in die eigenen Schlussfolgerungen, kann es für sie rational sein, sich dem Verhalten der Anderen anzuschließen.²⁰⁹ Der Grund dafür ist, dass die Handlungen der anderen Marktteilnehmer potenziell nicht mit den eigenen Informationen gerechtfertigt werden können. Unter der Annahme, dass derjenige, der eine Handlung bereits eingeleitet hat, über ausreichend Informationen verfügt, um dies vernünftigerweise tun zu können, wird angenommen, dass die Informationen des Gegenübers höherwertiger sind als die eigenen. Sofern dies aber nicht der Fall war, entzieht der Nachahmer dem Markt die Möglichkeit, wiederum aus der Beobachtung seiner eigenen, möglicherweise fundierteren Entscheidungen richtige Schlüsse zu ziehen.²¹⁰ Potenziell entsteht ein destabilisierender Herdentrieb.²¹¹ Ähnliche Ergebnisse stellen sich ein, wenn neue Informationen nicht gleichmäßig über den Markt verteilt werden, sondern einzelne Marktteilnehmer früheren Zugang zu neueren oder höherwertigen Informationen erhalten. Auch in diesem Fall ist es für die nachfolgenden Akteure rational, Handlungen früherer Marktteilnehmer zu imitieren.²¹² Selbstverständlich kann man unter diesen Umständen analog argumentieren, dass Individuen mit Zugang zu besseren Informationen eine Möglichkeit hätten, über eine stabilisierende Spekulation von den Fehlern der anderen Akteure zu profitieren. Arbitrageure wären dann nicht rationaler als andere Wirtschaftssubjekte, sondern würden lediglich über bessere Informationen verfügen.²¹³

²⁰⁸ Vgl. Geanakoplos (1992), S. 53f.

²⁰⁹ Vgl. Trichet (2003), S. 20; Bikhchandani/Hirshleifer/Welch (1998), S. 167f.

²¹⁰ Vgl. Bikhchandani/Sharma (2000), S. 283-286; Banerjee (1992), S. 799.

²¹¹ Die dargestellte Wirkungskette stellt somit das rationale Pendant zu der Reaktion von beschränkt rationalen Akteuren auf beobachtete Preissteigerungen im Rahmen von Behavioral Economics Modellen dar. Für eine Gegenüberstellung verschiedener rationaler und beschränkt rationaler Ursachen von Herdentrieb vgl. Hirshleifer/Teoh (2003); Hirshleifer/Subrahmanyam/Titman (1994), S. 1686.

²¹² Vgl. Hirshleifer/Subrahmanyam/Titman (1994), S. 1666-1668.

²¹³ Auf diese Weise könnte ein Argument, mit dem die Behavioral Economics in Frage gestellt werden, ein anderes Argument gegen die Behavioral Economics aushebeln. Um dem zu entgehen, müssten Verfechter der Rationalität potenziell auf Argumente zurückgreifen, mit denen Anhänger der Behavioral Economics die Existenz von Rationalität in Frage stellen. Auf eine diesbezügliche Diskussion der Konsequenzen muss an dieser Stelle leider verzichtet werden.

2.2 Geschäftsklimaindikatoren

2.2.1 Theoretische Grundlagen

Koopmans, späterer Nobelpreisträger und Pionier in der Entwicklung der Ökonometrie,²¹⁴ äußerte sich 1947 über die von Burns und Mitchell am NBER vorangetriebene Entwicklung von Konjunkturindikatoren folgendermaßen:

„The movements of economic variables are studied as if they were the eruptions of a mysterious volcano whose boiling caldron can never be penetrated.“²¹⁵

Kritiken wie diese kamen auf, da sich der Indikatoransatz im Gegensatz zu anderen Prognosemethoden nicht vorrangig auf eine der ökonomischen Theorie folgende Fundierung stützt,²¹⁶ sondern auf statistischen Beobachtungen in der Abfolge der Veränderung wirtschaftlicher Zeitreihen basiert.²¹⁷ Nach Veröffentlichung der Erstausgabe des Standardwerkes „Measuring Business Cycles“²¹⁸ in 1946 entbrannte daher eine rege Debatte über den Vorwurf des „measurement without theory“.²¹⁹ Burns und Mitchell hatten bereits am Anfang ihrer Untersuchung darauf hingewiesen, dass ihr Werk keineswegs als theoriefrei angesehen werden dürfe, sondern lediglich einem alternativen Forschungsansatz folge. Sie argumentierten, dass es notwendig sei, sich zunächst aller empirischen Fakten bewusst zu sein, um dann in einem zweiten Schritt eine ökonomische Theorie zu entwickeln, die mit diesen Fakten vereinbar ist. Gegen diese Vorgehensweise wurde vielfach angeführt, dass traditionelle Konjunkturtheorie mit der Ableitung einer logischen und konsistenten Erklärung unter notwendigerweise vereinfachenden Annahmen zu beginnen habe, deren Wertigkeit daraufhin an den Fakten der realen Welt zu messen sei.²²⁰ Eine der frühesten Auswertungen und Klassifizierungen konjunkturtheoretischer Ansätze findet sich in Mitchells Arbeit aus dem Jahr 1927,²²¹ die die folgenden Arbeiten von Burns und Mitchell am NBER prägte und somit theoretisch fundierte.²²² Dennoch dauerte es lange, bis die Vorteile der Anwendung

²¹⁴ Gewinner des Nobel Prize in Economics 1975. Vgl. o. V. (1985), S. 25.

²¹⁵ Koopmans (1947), S. 167.

²¹⁶ Vgl. Caspers (1995), S. 403.

²¹⁷ Eine derartige Charakterisierung beschreibt in äußerst vereinfachender Art und Weise den Kern des Indikatorenansatzes, der sich aber bei näherer Betrachtung sowohl in der theoretischen Konzeption als auch in der praktischen Umsetzung als sehr komplex erweist. Vgl. Snyman (1994), S. 224.

²¹⁸ Vgl. Burns/Mitchell (1964).

²¹⁹ Vgl. Klein (1983), S. 869.

²²⁰ Vgl. Klein (1983), S. 874; Burns/Mitchell (1964), S. 8f. Bei vielen dieser „traditionellen“ Modelle handelt es sich hingegen um „theory without measurement“. Schips (2002), S. 28.

²²¹ Vgl. Mitchell (1961), S. 11-53.

²²² Vgl. Klein (1983), S. 887-889.

von Konjunkturindikatoren Zweifler überzeugt und das Konzept das starke internationale Interesse auf sich gezogen hatte, in dessen Mittelpunkt es heute steht.²²³

Konjunkturindikatoren werden nach drei Kriterien, den Vorlaufeigenschaften, der Art ihrer Entstehung und der Zahl der eingesetzten Indikatoren systematisiert.²²⁴ Bei den Vorlaufeigenschaften unterscheidet man zwischen vorlaufenden Indikatoren, gleichlaufenden Indikatoren, nachlaufenden Indikatoren und Spannungsindikatoren (vgl. Abbildung 6).²²⁵ Während die ersten drei vor allem nach ihrem zeitlichen Auftreten eingeteilt werden können, weisen Spannungsindikatoren auf Marktungleichgewichte hin und drücken Überhitzungs- und Entspannungserscheinungen aus, die durch Nachfrage- oder Angebotsüberhänge hervorgerufen werden.²²⁶

In Bezug auf die Art der Entstehung wird zwischen quantitativen und qualitativen Indikatoren unterschieden.²²⁷ Quantitative Indikatoren können Zeitreihen der amtlichen Statistik wie bspw. der Index der Auftragseingänge oder der Index der Nettoproduktion sein, die aus quantitativen Einzelmeldungen ermittelt werden. Sie sind damit Ausdruck langwieriger Strategiefindungs- und Entscheidungsprozesse der einzelnen Marktteilnehmer, die in nicht unerheblichem Maße von subjektiven Lagebeurteilungen und –Erwartungen abhängen. Die Abbildung dieser vorangegangenen Beurteilungen und Erwartungen ist Aufgabe der qualitativen Indikatoren, die durch Umfragen unter Unternehmen oder Konsumenten ermittelt werden. Zwar können sie die in ihrer statistischen Messgenauigkeit überlegenen quantitativen Größen der amtlichen Statistik nicht ersetzen, sie sind aber aufgrund ihres erweiternden und ergänzenden Informationsgehalts und ihrer schnelleren Verfügbarkeit²²⁸ als wichtiger Bestandteil des Instrumentariums zur konjunkturellen Beurteilung aufzufassen.

²²³ Vgl. Bahr (2000), S. 18; Snyman (1996), S. 214; Zarnowitz (1995), S. 254-257. In Deutschland begegnete man dem Konzept noch am Anfang der 80er Jahre mit großer Skepsis. Vgl. Poser (1983), S. 16.

²²⁴ Vgl. Oppenländer (1995a), S. 26-28.

²²⁵ Statt von vor-, gleich- und nachlaufenden Konjunkturindikatoren spricht man auch von Früh-, Präsens- und Spätindikatoren. Vgl. Assenmacher (1998), S. 22.

²²⁶ Vgl. Oppenländer (1995a), S. 26-28.

²²⁷ Die Einteilung richtet sich nach der Natur der Informationen, aus denen der Indikator gebildet wird. Daten werden als qualitativ bezeichnet, wenn sie nicht stetig gemessen werden, sondern bspw. kategorial als „Ja“- oder „Nein“-Antworten vorliegen. Vgl. Nierhaus/Sturm (2004), S. 286; Geil/Zimmermann (1995), S. 108.

²²⁸ Vgl. Oppenländer (1995a), S. 27; Poser (1989), S. 469; Strigel (1989b), S. 340-343; Nerb (1983), S. 74.

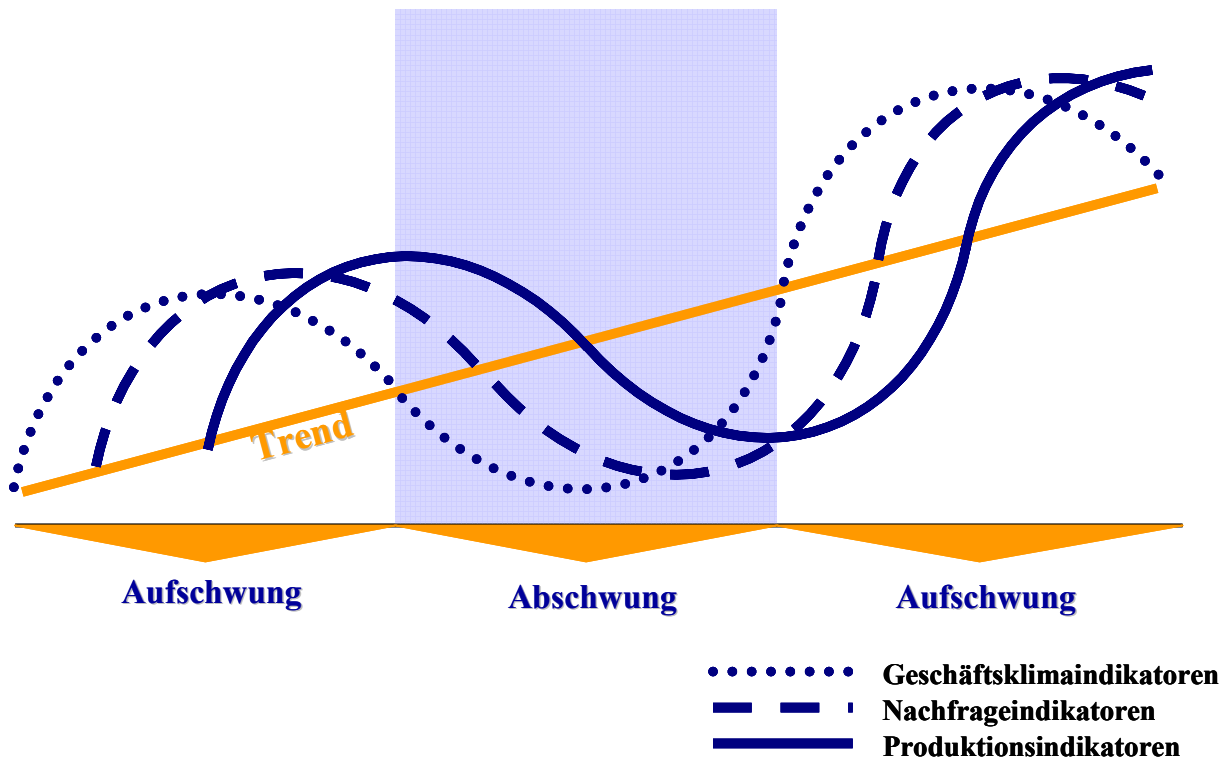


Abbildung 6: Chronologische Abfolge von Indikatoren²²⁹

Schließlich unterscheidet man bei der Zahl der eingesetzten Indikatoren zwischen Einzel- und Gesamtindikatoren. Einzelindikatoren bilden den Grundstein jedes Indikatorsatzes und können, sofern ihr Erklärungsgehalt unter statistischen Gesichtspunkten hoch genug ausfällt, für sich genommen in Prognosen eingesetzt werden. Da ein derartiger „bester“ Indikator nicht immer vorliegt und das Risiko von Fehlprognosen verringert werden muss, werden oft mehrere Einzelindikatoren zu Gesamtindikatoren zusammengefasst. Die richtige Gewichtung der Einzelindikatoren ist bei Gesamtindikatoren von großer Bedeutung, stellt aber gleichzeitig auch eines der größten Problemfelder ihres Einsatzes dar, da der Stellenwert eines einzelnen Indikators im Zeitablauf nicht notwendigerweise stabil bleibt.²³⁰

Der Gegenstand der vorliegenden Arbeit, ein Real Estate Confidence Indicator, erfasst die Beurteilungen und Erwartungen mehrerer Gruppen von Marktteilnehmern durch Umfragen, aggregiert sie und setzt sie zur kurzfristigen Konjunkturprognose ein. Er zählt daher zu den vorlaufenden, qualitativen Gesamtindikatoren. Im Folgenden wird nur auf diese spezielle Art von Indikator näher eingegangen. Ihre Bezeichnungen erweisen sich in der Literatur als uneinheitlich, da bspw. im deutschsprachigen Raum

²²⁹ Vgl. Oppenländer (1995a), S. 24.

²³⁰ Vgl. van Suntum (1998), S. 87; Oppenländer (1995a), S. 28.

die Begriffe „Geschäftsklimaindikator“²³¹, „Klimaindikator“²³², „subjektiver Indikator“²³³ und „Stimmungsindikator“²³⁴ eingesetzt werden, während im Englischen „sentiment index“²³⁵, „sentiment indicator“²³⁶, „survey-based economic indicator“²³⁷, „survey-based indicator“²³⁸, „survey indicator“²³⁹, „confidence indicator“²⁴⁰ und „climate indicator“²⁴¹ gebräuchlich sind. Gleiches gilt für die Umfragen, auf denen die genannten vorlaufenden, qualitativen Gesamtindikatoren basieren, die abwechselnd als „Konjunkturmfragen“²⁴² und „Tendenzbefragungen“²⁴³ bzw. „business surveys“²⁴⁴, „business tendency surveys“²⁴⁵, „anticipatory surveys“²⁴⁶ und „sentiment surveys“²⁴⁷ bezeichnet werden.

Trotz dieser offensichtlichen Vielfalt an Begriffen erweisen sich präzise Definitionen in der Literatur als relativ selten. Die Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD) schreibt dazu: „Business Tendency Surveys are carried out to obtain qualitative information for use in monitoring the current business situation and forecasting short-term developments. Information from these surveys has proved of particular value in forecasting turning points in the business cycle.“²⁴⁸ An anderer Stelle heißt es bei ihr: „Answers to questions on the general business situation will usually be based on a combination of factors such as the respondents' appraisals about order books and expected new orders, as well as expectations about interest rates, exchange rates and political developments. [...] Balances from these questions are often referred to as confidence indicators and may be used as leading indicators for predicting short-term economic developments.“²⁴⁹

Strigel, einer der Pioniere auf dem Gebiet der Konjunkturmfragen am ifo Institut, München, argumentiert folgendermaßen: „The ‚climate‘ part of the BC [Business Climate] term is to indicate that we are dealing with a business cycle indicator which has

²³¹ Vgl. Goldrian/Strigel (1989).

²³² Vgl. Güntzel (1994).

²³³ Vgl. Bahr (2000).

²³⁴ Vgl. Szczesny/Dornau/Anders (1997).

²³⁵ Vgl. Curtin/Presser/Singer (2002).

²³⁶ Vgl. Brooks/Tsolacos (2003); Hüfner/Schröder (2002); Kaiser/Buscher (1998).

²³⁷ Vgl. Schips (2002).

²³⁸ Vgl. Mitchell/Smith/Weale (2004).

²³⁹ Vgl. Gayer (2004).

²⁴⁰ Vgl. OECD (2003); Goldrian/Lindlbauer/Nerb (2001); Nilsson (2000); Klein/Lejeune/Roy (1998).

²⁴¹ Vgl. Goldrian (1988a); Goldrian (1988b); Goldrian/Strigel (1985).

²⁴² Vgl. Nerb (2004); Strigel (1995); Gerstenberger et al. (1990).

²⁴³ Vgl. Seitz (1989a); Ronning (1984).

²⁴⁴ Vgl. Malinvaud (2002); Oppenländer (2002).

²⁴⁵ Vgl. Pellissier (2004); OECD (2003); Lindström (2000).

²⁴⁶ Vgl. Langmantel (1988).

²⁴⁷ Vgl. Curtin (2004); Roberts/Simon (2001).

²⁴⁸ OECD (2003), S. 7.

²⁴⁹ OECD (2003), S. 63.

– in certain respects – a psychological orientation, i.e. a business cycle indicator which supplements the leading indicators constructed mostly from purely quantitative data with a psychological component.²⁵⁰

Ähnlich schreibt Güntzel: „Unter Klimaindikatoren wollen wir aus qualitativen Konjunkturdaten [...] gewonnene aggregierte Indikatoren verstehen, die die aktuelle konjunkturelle Lage bzw. zu erwartende Entwicklungstendenzen bestimmter ökonomischer Größen anzeigen. Sie sollen das Wirken psychologischer Faktoren im Handeln der Wirtschaftssubjekte approximativ erfassen.“²⁵¹

Um begriffliche Klarheit herzustellen, sollen im Rahmen der vorliegenden Arbeit diejenigen Bezeichnungen Anwendung finden, die von den jeweils maßgeblichen nationalen und internationalen Institutionen eingesetzt werden. Aus diesem Grund erfolgt im weiteren Verlauf eine Anlehnung im Deutschen an das ifo Institut („Geschäftsklimaindikator“ und „Konjunkturumfrage“) sowie im Englischen an die OECD („confidence indicator“ und „business tendency survey“). Um definitorische Klarheit herzustellen, liegt den weiteren Ausführungen über Geschäftsklimaindikatoren die Definition der OECD zugrunde, wobei die darin angeführten Beurteilungen und Erwartungen der Geschäftsleute im Sinne von Strigel und Güntzel als psychologische Determinanten wirtschaftlichen Handelns interpretiert werden.

Die qualitative Konjunkturindikatorenforschung nahm ihren Anfang nach dem Ende des Zweiten Weltkrieges in den Vereinigten Staaten und in Deutschland. Am Survey Research Center der University of Michigan begann Katona mit der Durchführung von Konsumentenbefragungen zur Prognose ihres Ausgabeverhaltens.²⁵² Zeitgleich legte das ifo Institut für Wirtschaftsforschung in München 1949 den Grundstein für den Einsatz von Geschäftsklimaindikatoren im Rahmen von regelmäßigen Befragungen, die es im Auftrag der US-amerikanischen Militärregierung durchführte. Im Zentrum der Aufmerksamkeit stand hierbei zunächst die Behebung zeitlicher, sachlicher und fachlicher Lücken in den Daten der amtlichen Statistik. Allmählich entwickelte sich jedoch das Bewusstsein, dass die erhobenen Daten nicht nur adäquate Quellen für noch nicht vorhandene Informationen darstellten, sondern vielmehr geeignet waren, wichtige Funktionen bei der Konjunkturanalyse und –Prognose zu erfüllen.²⁵³ In der Folge schuf

²⁵⁰ Strigel (1985), S. 13.

²⁵¹ Güntzel (1994), S. 23.

²⁵² Vgl. Katona (1975), S. 67.

²⁵³ Vgl. Nerb (2004), S. 12f; Oppenländer (1995b), S. 475f; Strigel (1989a), S. 7.

die Gründung des Centre for International Research on Economic Tendency Surveys (CIRET) 1953 die Basis für eine kontinuierliche Weiterentwicklung und Verbesserung der eingesetzten Methodiken und einen heute weltweiten Austausch zwischen mit Konjunkturumfragen befassten Institutionen. Wichtige Impulse für die internationale Verbreitung und Harmonisierung der Forschungsansätze zur Ableitung von Geschäftsklimaindikatoren gingen darüber hinaus von der Europäischen Kommission in Brüssel und der OECD in Paris aus.²⁵⁴

Bei durch Konjunkturumfragen erhobenen Informationstypen wird anhand des Informationsgehalts zwischen den vier Kategorien Realisationen, Pläne, Erwartungen und Beurteilungen unterschieden.²⁵⁵ Realisationen drücken die tatsächlich eingetretenen Veränderungen bestimmter Variablen – bspw. der Preise oder der Produktion – auf Unternehmensebene aus und sind damit einfacher zu interpretieren als Pläne und Erwartungen. In der Literatur wird von Plänen gesprochen wenn der Befragte oder sein Unternehmen unmittelbaren Einfluss auf die betreffende Variable haben, es sich also wie bei Produktionsplänen oder Investitionsplänen um so genannte Instrumental- oder unternehmenseigene Variablen handelt. Erwartungen hingegen liegen bei unternehmensfremden Variablen vor, die sich dem direkten Einfluss des Befragten weitgehend entziehen, was bspw. bei Geschäftslage- oder Nachfrageerwartungen der Fall ist. Beurteilungen, z.B. die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage, stellen die Ausprägung einer Variablen einer subjektiven Wunsch- oder Zielvorstellung gegenüber²⁵⁶ und bringen somit die individuelle Einschätzung der gegenwärtigen konjunkturellen Situation zum Ausdruck.²⁵⁷ Auch wenn die genannten Informationstypen begrifflich strikt zu trennen sind, so hängen sie inhaltlich doch stark voneinander ab, da die Realisationen Einfluss auf die Beurteilungen haben und die Beurteilungen zusammen mit den Erwartungen die Informationsbasis für die Pläne bilden. Pläne, die umgesetzt werden, führen wiederum zu Realisationen, die durch die amtliche Statistik abgebildet werden.²⁵⁸ Sofern ein Indikator sowohl Erwartungen als auch Beurteilungen erhebt, spricht man von einem Geschäftsklimaindikator.²⁵⁹

²⁵⁴ Vgl. Nerb (2004), S. 13; Oppenländer (2002), S. 6; OECD (2003), S. 9.

²⁵⁵ Vgl. Seitz (1989a), S. 3; Nerlove (1983), S. 1257.

²⁵⁶ Sie können nicht eindeutig einem theoretischen Modell zugeordnet werden.

²⁵⁷ Vgl. Güntzel (1994), S. 20f; Seitz (1989b), S. 47-49; Anderson (1983), S. 32; Nerb (1975), S. 24.

²⁵⁸ Vgl. OECD (2003), S. 66; Bahr (2000), S. 31; Santero/Westerlund (1996), S. 6; Güntzel (1994), S. 21.

²⁵⁹ Vgl. OECD (2003), S. 63; Bahr (2000), S. 30; Güntzel (1994), S. 21f. Es ist notwendig, beide Informationstypen zu erfassen, da nur auf diese Weise deutlich wird, aus welcher konjunkturellen Situation heraus der Befragte urteilt. Die Antwortkategorie „etwa gleich bleiben“ hat bspw. aus einem konjunkturellen Tiefpunkt heraus eine völlig andere Bedeutung als vor dem Hintergrund eines Aufschwungs. Vgl. Brand/Gerstenberger/Lindlbauer (1995), S. 83; Goldrian/Strigel (1989), S. 360.

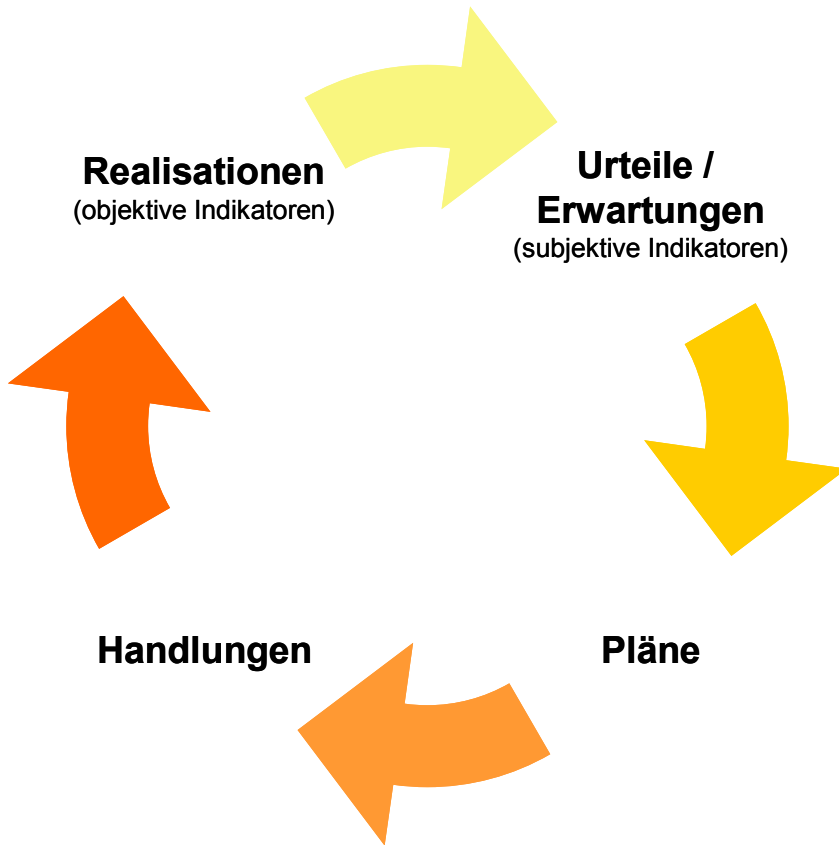


Abbildung 7 : Subjektive und objektive Indikatoren²⁶⁰

Für die Vorlaufeigenschaften eines Geschäftsklimaindiktors ist notwendig, dass von einer so genannten Verhaltensrelevanz der Beurteilungen und Erwartungen ausgegangen werden kann.²⁶¹ Sie liegt vor, sofern die Beurteilungs- und Erwartungsvariablen eines Unternehmers in engem Zusammenhang mit seinen unternehmerischen Handlungen am Markt stehen.²⁶² Erhebt man unter diesen Umständen in repräsentativem Umfang das gegenwärtige Geschäftsklima der Gesamtgruppe, können Rückschlüsse auf ihr kollektives zukünftiges Verhalten gezogen werden.²⁶³ Dabei wird unterstellt, dass Zeit vergeht bevor sich das Geschäftsklima in den Plänen nieder-

²⁶⁰ Quelle: In Anlehnung an Bahr (2000), S. 31.

²⁶¹ Vgl. Wenke (1992), S. 137f.

²⁶² Vgl. Nierhaus (1999b), S. 17; Oppenländer (1995d), S. 16; Tessaring (1992), S. 91; Nerb (1989b), S. 356. Untersuchungen am ifo Institut ergaben, dass durch die Beurteilungen der gegenwärtigen Geschäftslage und die Erwartungen bezüglich der zukünftigen Geschäftslage faktisch die gegenwärtige und erwartete Gewinnentwicklung gemessen wird. Diese wiederum erweisen sich als die eigentlichen Treiber der konjunkturellen Entwicklung, würden aber von Unternehmern nicht direkt angegeben werden und sind daher nur einer indirekten Erhebung zugänglich. Vgl. Nerb (2004), S. 6f; Mitchell (1961), S. 106.

²⁶³ Vgl. Nerb (1995), S. 319. Für eine modellhafte Veranschaulichung des Zusammenhanges vgl. Geil/Zimmermann (1995), S. 109-113.

schlägt und bevor die Pläne in die Tat umgesetzt werden, so dass Tatbestände geschaffen werden, die sich in der amtlichen Statistik wieder finden (vgl. Abbildung 7).²⁶⁴

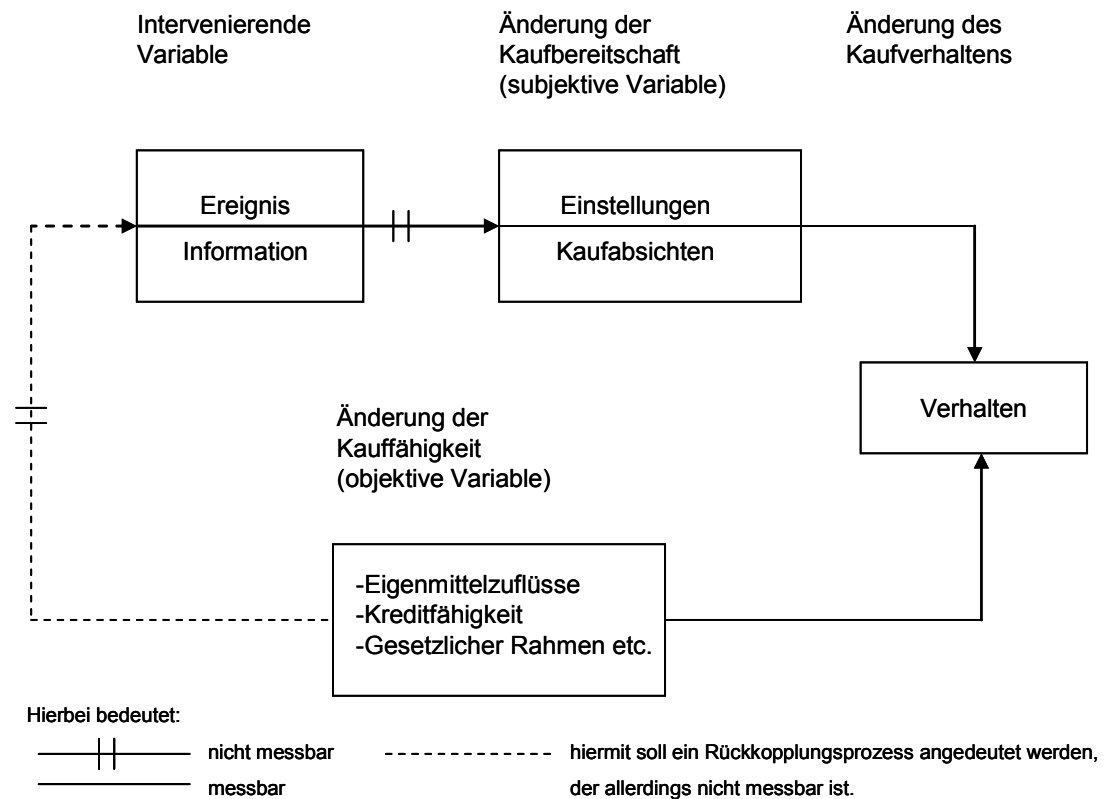


Abbildung 8 : Subjektive und objektive Kaufbereitschaft²⁶⁵

Voraussetzung einer Verhaltensrelevanz von Erwartungen ist erstens der Umstand, dass leitende Persönlichkeiten des Unternehmens befragt werden, da nur diese befähigt sind, ihre Erwartungen in die Tat umzusetzen.²⁶⁶ Zweitens ist notwendig, dass die Unternehmer Vertrauen in ihre Erwartungen legen, d.h. von deren Richtigkeit überzeugt sind.²⁶⁷ Drittens ist es von großer Bedeutung, zwischen der Absicht zu handeln und der Möglichkeit zu handeln, zu unterscheiden, da Beurteilungen und Erwartungen über keine oder lediglich eine begrenzte prognostische Erklärungskraft verfügen,

²⁶⁴ Vgl. Nerb (1989b), S. 356; Strigel (1985), S. 11; Nerb (1983), S. 79. Einige Autoren führen in diese Funktionskette zusätzlich den Begriff der „Stimmung“ ein. Sie argumentieren, dass sich die Stimmung auf Beurteilungen und Erwartungen auswirke, während gleichzeitig Beurteilungen und Erwartungen die Stimmung beeinflussten. Obwohl Geschäftsklima und Stimmung somit nicht gleichgesetzt werden können, wird aber zugestanden, dass aufgrund der wechselseitigen Beeinflussung im Geschäftsklima ein Index der Stimmung gesehen werden könne. Vgl. Jöhr (1972), S. 169.

²⁶⁵ Quelle: In Anlehnung an Nerb (1975), S. 20.

²⁶⁶ Vgl. Assenmacher (1998), S. 27; Körber-Weik et al. (1988), S. 61; Anderson (1983), S. 23. Bei dem durch das ifo Institut durchgeführten Konjunkturtest liegt der Anteil an Führungskräften bspw. bei 90%. Vgl. Tichy (1994), S. 220f.

²⁶⁷ Vgl. Siegenthaler (1984), S. 134; Haberler (1955), S. 294. Die Wichtigkeit des Zustands des Vertrauens wurde bereits von Keynes betonte, der darunter subsumierte, „wie hoch wir die Möglichkeit einschätzen, dass unsere beste Voraussage sich als ganz falsch erweisen wird.“ Keynes (2000), S. 125. Vgl. hierzu auch die entsprechende Argumentation von Knight, die einen für diese Arbeit zentralen Aspekt der weiteren Argumentation darstellt und in Punkt 3.2.1.1 erläutert wird.

sofern unternehmensinterne oder unternehmensexterne Zwänge den Handlungsspielraum des Entscheiders einschränken (vgl. Abbildung 8).²⁶⁸

Konzeptionell abzugrenzen sind die auf diese Weise fundierten Geschäftsklimaindikatoren somit von aus Expertenbefragungen abgeleiteten Indikatoren wie dem Finanzmarkttest des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Mannheim. Im Gegensatz zu den Indikatoren des ifo Instituts erhebt er die unternehmensunabhängigen Erwartungen von 350 Finanzanalysten bezüglich der kurzfristigen konjunkturellen Entwicklung in Deutschland.²⁶⁹ Der Vorlauf basiert dabei nicht auf der Annahme einer mikroökonomischen Verhaltensrelevanz der Erwartungen, sondern auf der Annahme einer fundierten makroökonomischen Einschätzung des wirtschaftlichen Umfelds und seiner Einwirkung auf die konjunkturelle Entwicklung.²⁷⁰ Zwar nutzt der Finanzmarkttest ebenso wie der Konjunkturtest des ifo Institut qualitative Fragestellungen mit einer ordinalen, trichotomen Skalierung, die über die Saldenmethode quantifiziert wird,²⁷¹ es unterscheiden sich jedoch die einzelnen Fragestellungen inhaltlich stark. Während der Konjunkturtest Individualprognosen für einzelne Betriebe widerspiegelt, beruht der Finanzmarkttest auf Totalprognosen²⁷², Prognosen für die Gesamtkonjunktur. Dabei fragt das ZEW jeden einzelnen Teilnehmer allgemein nach der Entwicklung spezieller Finanzmarktindikatoren²⁷³ und der konjunkturellen Entwicklung in den wichtigsten internationalen Wirtschaftsräumen länderspezifisch sowie speziell nach der wirtschaftlichen Entwicklung in 13 deutschen Branchen.²⁷⁴ Notwendigerweise unterscheiden sich daher die Teilnehmer an Geschäftsklimaumfragen und an Expertenbefragungen: „Die Teilnehmer der ifo-Umfrage haben eine größere Detailkenntnis der Geschäftsentwicklung ihres Unternehmens und vermutlich auch der Branchenkonjunktur, die Teilnehmer der ZEW Umfrage dagegen haben besonders Erfahrung in der Prognose der Gesamtkonjunktur.“²⁷⁵

²⁶⁸ Vgl. Tichy (1990), S. 379f; Katona (1975), S. 83; Nerb (1975), S. 19f; Punkt 5.3.1.4.

²⁶⁹ Vgl. Kleff/Stirböck (2004), S. 1; Hüfner/Schröder (2002), S. 3; Hüfner/Schröder (2001), S. 7.

²⁷⁰ Der Vorlauf eines solchen Indikators – bspw. des ZEW Indikators – erweist sich zwar in manchen Perioden als länger im Vergleich zu einem Geschäftsklimaindikator, fällt jedoch auch deutlich volatiler aus als der relativ stabile Vorlauf bspw. des ifo Konjunkturtests. Vgl. Goldrian (2004a), S. 261f; Hinze (2003), S. 9.

²⁷¹ Vgl. Punkt 2.2.2.

²⁷² Gleichwohl können auch diese beiden Begriffe nicht völlig getrennt betrachtet werden, da Totalprognosen möglicherweise in Individualprognosen einfließen und eine Totalprognose Individualprognosen auf aggregierter Ebene in die Betrachtung mit einbeziehen muss. Vgl. Pilder (1984), S. 3.

²⁷³ Gefragt wird nach der Inflationsrate, den kurz- und langfristigen Zinsen, den Aktienkursen, den Wechselkursen und den Rohstoffpreisen.

²⁷⁴ Vgl. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (2005), S. 4; Kleff/Stirböck (2004), S. 1.

²⁷⁵ Hüfner/Schröder (2001), S. 3.

Aus der Einschätzung der gegenwärtigen und erwarteten gesamtwirtschaftlichen konjunkturellen Lage²⁷⁶ bildet das ZEW über einen Mittelwert beider Salden sein so genanntes ZEW Konjunkturklima für einen speziellen Monat. Hierbei entsteht jedoch die Frage, auf Basis welcher Modelle und Prognosemethoden die befragten Analysten ihre Erwartungen bilden,²⁷⁷ so dass bezweifelt werden kann, ob in diesem Fall tatsächlich noch ein „Klima“ bzw. psychologische Faktoren gemessen werden.

Für die weitere Arbeit sollen basierend auf diesen Erkenntnissen zwei Merkmale bei der Charakterisierung einer Umfrage als konjunkturbezogene Expertenbefragung herangezogen werden. Während die Umfrageteilnehmer bei einer klassischen Konjunkturmfrage²⁷⁸ über besondere Einblicke in die interne Geschäftsentwicklung ihres Unternehmens verfügen, besitzen die Befragten einer konjunkturbezogenen Expertenbefragung erstens spezielle Kenntnisse in der volkswirtschaftlichen Beurteilung spezieller Märkte und Marktgruppen. Zweitens richten sich die Fragestellungen anders als bei einer klassischen Konjunkturmfrage nicht auf unternehmensspezifische, subjektive Sachverhalte, sondern erheben unternehmensunabhängige, tendenziell objektive Informationen.²⁷⁹

2.2.2 Konstruktionsweisen von Geschäftsklimaindikatoren

Wie an früherer Stelle bereits angedeutet, bietet die ökonomische und wirtschaftsstatistische Literatur so gut wie keine Anhaltspunkte für die Erhebung von Konjunkturmfragen und die Ableitung von Geschäftsklimaindikatoren.²⁸⁰ Aufgrund der weltweiten Führungsposition des ifo Instituts im Bereich der umfragebasierten Konjunkturforschung²⁸¹ wird daher in diesem Punkt die praktische Konstruktionsweise eines Geschäftsklimaindikatoren anhand des ifo Konjunkturtests Bauhauptgewerbe, einer Konjunkturmfrage für den Bausektor, demonstriert.²⁸² Sie ist Teil des ifo Konjunkturtests, der seit den fünfziger Jahren erhoben wird und inzwischen die Angaben von

²⁷⁶ Die Erwartungen erstrecken sich über einen Zeitraum von sechs Monaten.

²⁷⁷ Vgl. Tichy (1994), S. 219.

²⁷⁸ Im Folgenden wird ein Geschäftsklimaindikator, dessen prognostische Aussagekraft auf der Annahme einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen gründet, als klassische Konjunkturmfrage bezeichnet und damit von einer Expertenbefragung abgegrenzt.

²⁷⁹ Selbstverständlich kann bei den Aussagen eines Menschen nie vollständige Objektivität gewährleistet werden.

²⁸⁰ Vgl. Güntzel (1994), S. 4, 27.

²⁸¹ Vgl. Strigel (1989a), S. 14; Nerlove (1983), S. 1256; Nerb (1983), S. 72.

²⁸² Eine derartige Fokussierung hat außerdem den Vorteil, dass sie wertvolle Analogien für die Konstruktion eines immobilienbezogenen Geschäftsklimaindikatoren ermöglicht.

7.000 Unternehmen aus den Bereichen des Verarbeitenden Gewerbes, des Einzelhandels, des Großhandels und des Bauhauptgewerbes abbildet.²⁸³

Der Konjunkturtest Bauhauptgewerbe liefert Informationen für die Teilbereiche „Straßenbau“, „Sonstiger Tiefbau“, „Öffentlicher Hochbau“, „Gewerblicher Bau“ und „Wohnungsbau insgesamt“ sowie „Wohnungsbau, Gebäude mit drei und mehr Wohnungen“. Die Umfrageteilnehmer füllen den Fragebogen in Abhängigkeit ihres Tätigkeitsschwerpunktes aus, wobei die Fragen im allgemeinen Teil jeweils identisch sind und sich auf die folgenden Bereiche beziehen:

- Bautätigkeit
- Bauaufträge
- Baupreise
- Geschäftslage (gegenwärtig und zukünftig)
- Kapazitätsausnutzung
- Beschäftigte

Hinzu kommt im Bauhauptgewerbe eine Anzahl regelmäßig wiederkehrender Sonderfragen.²⁸⁴ Alle Ergebnisse werden getrennt nach Hoch- und Tiefbau für das gesamte Bundesgebiet, für neue und alte Bundesländer sowie für einzelne Regionen – einige Bundesländer werden gesondert dargestellt, andere werden zusammengefasst – ausgewiesen.²⁸⁵

Für die Auswahl der zu befragenden Unternehmen stehen generell drei Methoden zur Verfügung:

- die Befragung aller Unternehmen,
- die Befragung einer bewussten Auswahl an Unternehmen, die repräsentativ für die Grundgesamtheit ist und

²⁸³ Vgl. Oppenländer (2002), S. 4; Mattern (2000), S. 256.

²⁸⁴ Vgl. Ruppert (2004a), S. 30f; Mattern (2000), S. 263f; Lindlbauer (1989), S. 171f. In gewisser Weise weicht die Befragung im Bauhauptgewerbe von anderen Befragungen ab, da die quantitativen Größen der Auftragslage und der Kapazitätsausnutzung erhoben werden. Andere Konjunkturtests, bspw. im Verarbeitenden Gewerbe, umfassen nur qualitative Fragestellungen. Vgl. Mattern (2000), S. 257f.

²⁸⁵ Im alten Bundesgebiet wird differenziert zwischen Baden-Württemberg, Bayern, Nordrhein-Westfalen, Nord (Berlin, Schleswig-Holstein, Hamburg, Bremen, Niedersachsen) und West (Rheinland-Pfalz, Hessen, Saarland), während die neuen Bundesländern untergliedert sind in Sachsen, Thüringen und die restlichen neuen Bundesländer (Sachsen-Anhalt, Mecklenburg-Vorpommern, Brandenburg einschl. Berlin-Ost). Vgl. Ruppert (2004a), S. 35f.

- die Auswahl von Unternehmen im Rahmen einer Zufallsstichprobe, die günstigs-
tenfalls eine Schichtung nach wichtigen Kriterien wie der Größe und der Haupttä-
tigkeit beinhaltet.²⁸⁶

Für die meisten umfangreicheren Umfragen, auch für Konjunkturumfragen, erweist sich das geschichtete Zufallsstichprobenverfahren als ideal, da es eine präzise statistische Auswertung der Ergebnisse ermöglicht. Dennoch kommen in der Praxis aus verschie-
denen Gründen hauptsächlich geschichtete bewusste Auswahlverfahren zur Anwen-
dung. Dies liegt zum einen daran, dass eine feststehende Teilmenge an Befragten zu
besseren und stabileren Umfrageergebnissen führt.²⁸⁷ Zum anderen steht den Befrag-
ten die Teilnahme am ifo Konjunkturtest frei, so dass zufällig ausgewählte Einheiten
nicht zwangsläufig an der Befragung teilnehmen und eine wahrscheinlichkeitstheoreti-
sche Berechnung des Schätzungsfehlers somit ihre Aussagekraft verliert.²⁸⁸ Im Falle
des Konjunkturtests Bauhauptgewerbe kommt eine bewusste Quotenstichprobe zur
Anwendung, die über die Merkmale der Spartenzugehörigkeit bzw. des Tätigkeits-
schwerpunktes und der Größe des Unternehmens definiert ist. Insgesamt werden auf
diese Weise monatlich ca. 1100 Fragebögen versandt.²⁸⁹

Um die in einer Konjunkturumfrage zu erhebenden Beurteilungen und Erwartungen
operationalisierbar und quantifizierbar zu machen, ist eine adäquate Skalierung uner-
lässlich. Im Rahmen des Konjunkturtest Bauhauptgewerbe werden die Antworten – wie
bei den meisten anderen Konjunkturumfragen – in einer kategorialen, für gewöhnlich
trichotomen, also auf drei Merkmalsausprägungen beschränkten Form mit ordinalem
Skalenniveau erhoben.²⁹⁰ Sie nimmt die folgende Form an:²⁹¹

²⁸⁶ Vgl. OECD (2003), S. 20.

²⁸⁷ Bei einer regelmäßigen Befragung derselben Marktteilnehmer verringert sich die Wahrscheinlichkeit einer Volatilität durch unterschiedliche Befragte, so dass die Ergebnisse im Zeitablauf vergleichbar bleiben. Zudem erhöht sich auf diese Weise die Qualität der Antworten im Zeitablauf, da die Markt-
teilnehmer Erfahrung im Umgang mit der Konjunkturumfrage sammeln. Bei einer regelmäßigen Be-
antwortung durch eine feststehende Teilmenge kann jedoch nicht mehr von einer zufälligen Auswahl
ausgegangen werden, da sich die Grundgesamtheit im Zeitablauf verändert, die Stichprobe jedoch
im Regelfall aus Vereinfachungsgründen gleich bleibt. Vgl. OECD (2003), S. 20f.

²⁸⁸ Vgl. Assenmacher (1998), S. 28; Güntzel (1994), S. 42; Lindlbauer (1989), S. 139; Körber-Weik et al.
(1988), S. 64; Nerb (1983), S. 78; Nerb (1975), S. 142.

²⁸⁹ Unternehmen mit mehreren Betrieben in unterschiedlichen Regionen werden möglichst auf Ebene
des regionalen Betriebs befragt, um eine regionale Untergliederung zu erleichtern. Vgl. Ruppert
(2004a), S. 36.

²⁹⁰ Es wird angenommen, dass ein Marktteilnehmer dann mit „schlechter“ oder „besser“ antwortet, wenn
sein individueller Erwartungswert einen bestimmten subjektiven Schwellenwert unter- oder über-
schreitet. Vgl. Kaiser/Spitz (2002), S. 3f; Oppenländer (2002), S. 8; Geil/Zimmermann (1995), S.
109; Güntzel (1994), S. 8; Nerlove (1983), S. 1257.

²⁹¹ Vgl. Ruppert (2004a), S. 33.

Wir beurteilen unsere derzeitige Geschäftslage als:

- gut
- befriedigend bzw. saisonüblich
- schlecht

Unsere Geschäftslage wird in den nächsten 6 Monaten:

- eher günstiger
- etwa gleich bleiben
- eher ungünstiger

Es wird explizit davon abgesehen, näher zu definieren, was unter Geschäftslage zu verstehen ist oder wie die jeweiligen drei Antwortkategorien zu interpretieren sind.²⁹²

Folglich bleibt unbekannt, welche Einflussfaktoren mit welchen Ausprägungen und Bezugsniveaus die Antwort bestimmen. Auf der anderen Seite ist die Fragestellung flexibel genug, auf die im jeweiligen Unternehmen vorherrschenden Umstände im Zeitablauf anwendbar zu sein, da angenommen wird, dass Unternehmer die für sie relevanten Variablen mit der angemessenen Gewichtung in die Betrachtung einbeziehen.²⁹³ Zwar wird somit ein Informationsverlust aufgrund der einfachen Skalierung in Kauf genommen.²⁹⁴ Die Form der Fragestellung gewährleistet jedoch, dass die Fragen schnell zu beantworten sind, was sich sehr förderlich auf die Rücklaufquote, den Vorlauf und die Aussagekraft des Geschäftsklimaindiktors auswirkt.²⁹⁵

Die Quantifizierung der Antworten auf eine Frage erfolgt schließlich durch das Abziehen der prozentualen „schlecht“-Anteile/„eher günstiger“-Anteile“, x_t^- , von den prozentualen „gut“-Anteilen/„eher ungünstiger“-Anteilen, x_t^+ , wobei das Ergebnis, y_{t+n} , die zukünftige Veränderungstendenz einer betrachteten Zielvariablen y zum Zeitpunkt $t+n$ ausdrückt und der Parameter α eine im gleichen Ausmaß stattfindende Veränderung nach oben und nach unten unterstellt.²⁹⁶

$$\text{Beurteilung/Erwartung:} \quad y_{t+n} = \alpha (x_t^+ - x_t^-)$$

Diese Aggregationsform, als absoluter Kontrapositionssaldo oder als Saldenmethode bezeichnet, beruht auf Studien, die empirisch nachweisen, dass x_t^+ und x_t^- im Zeitab-

²⁹² Vgl. Nierhaus/Sturm (2004), S. 288f; Oppenländer (2002), S. 4; Hartmann (1992), S. 15.

²⁹³ Vgl. Nerb (2004), S. 12f; Bahr (2000), S. 48f; Güntzel (1994), S. 36; Strigel (1985), S. 21-23.

²⁹⁴ Vgl. Güntzel (1994), S. 39.

²⁹⁵ Vgl. Nierhaus/Sturm (2004), S. 288; OECD (2003), S. 8; Geil/Zimmermann (1995), S. 122; Ronning (1984), S. 261.

²⁹⁶ Der Parameter für eine Beurteilung oder eine Erwartung weist daher – unter Abstraktion von α – eine Spannbreite von +100 (alle Antworten positiv) und –100 (alle Antworten negativ) auf. Die angeführte Formel liegt auch dem in dieser Arbeit entworfenen Indikator zugrunde. Vgl. Punkt 5.2.7; Geil/Zimmermann (1995), S. 110.

lauf y_{t+n} widerspiegeln.²⁹⁷ Neutrale „befriedigend“-Antworten werden bei der Berechnung vernachlässigt, was den Aussagegehalt der Beurteilungen und Erwartungen jedoch nicht in nennenswertem Umfang berührt.²⁹⁸ Methodisch ergibt sich auf diese Weise der Vorteil, dass der Trend durch die Saldenbildung ausgeschlossen wird, da Prozentanteile keine Trendkomponente in Form einer langfristigen Auf- und Abwärtsbewegung beinhalten.²⁹⁹ Zudem unterliegen Beurteilungs- und Erwartungssalden keinen späteren Revisionen und weisen aufgrund des in die Fragestellung einbezogenen saisonalen Einflusses im Regelfall lediglich eine schwach ausgeprägte Saisonkomponente auf.³⁰⁰ Die Konjunkturkurve wird daher, zwar nicht in absoluten Niveaus, aber in der Form von Tendenzaussagen, sehr ausgeprägt abgebildet, was die Arbeit des Konjunkturforschers erleichtert.³⁰¹

Um den Einfluss von Marktmacht und Unternehmensgröße zu berücksichtigen, wird bei der Saldenberechnung üblicherweise eine Gewichtung vorgenommen, wobei die zum Einsatz kommende Gewichtungsvariable theoretisch in enger Verbindung mit dem in der jeweiligen Frage abgedeckten Themenfeld stehen sollte.³⁰² In der Praxis hat sich jedoch gezeigt, dass gewichtete Salden nicht besonders stark auf die Wahl unterschiedlicher Variablen zur Gewichtung reagieren.³⁰³ Bei der Gewichtung der Determinanten der Salden von Beurteilungen und Erwartungen in einzelnen Baubereichen kommen Beschäftigtenzahlen zur Anwendung, wobei die Gewichte – ebenso wie bei anderen Branchen auch – im Verhältnis zur Unternehmensgröße unterproportional

²⁹⁷ Vgl. Schips (2002), S. 28; Caspers (1995), S. 410. Die Saldenmethode ist inzwischen weltweit das einzige Quantifizierungsverfahren von praktischer Bedeutung. Vgl. Anderson/Naggl (1989), S. 82. Zudem ergaben Untersuchungen, dass die qualitativen Unterschiede zwischen den Ergebnissen dieses relativ einfachen Verfahrens und komplexeren Methoden gering ausfallen. Vgl. Parigi/Schlitzer (1995), S. 203.

²⁹⁸ Vgl. OECD (2003), S. 33. Dennoch wird teilweise darauf hingewiesen, dass die mittlere Kategorie keineswegs unterstellt, dass die Geschäftslage faktisch gleich geblieben ist oder gleich bleiben wird, sondern dass sie eine „durchschnittliche“ Volatilität widerspiegelt, hinter der sich durchaus messbare Veränderungen verbergen können. Auch sei denkbar, dass sich der betreffende Befragte aufgrund von Unsicherheit nicht für eine der beiden relevanten Kategorien entscheiden könne oder wolle. Vgl. Kukuk/Ronning (1996), S. 61f; Santero/Westerlund (1996), S. 6; Güntzel (1994), S. 47f; Ronning (1984), S. 262, 264-267. So ergaben bspw. Untersuchungen deutscher und französischer Erwartungsdaten eine übermäßige Angabe in der Kategorie „unverändert“, die systematisch von den nachfolgend gemeldeten Realisationen abwich. Vgl. Nerlove (1983), S. 1264f.

²⁹⁹ Vgl. Goldrian (2004b), S. 310; OECD (2003), S. 9, 66; Goldrian (2001), S. 32; Güntzel (1994), S. 37; Lindlbauer (1989), S. 129. Es erübrigt sich jedoch damit keineswegs die Bereinigung der zu prognostizierenden Zielvariable um ihren Trend und andere potenziell enthaltene unerwünschte Komponenten.

³⁰⁰ Vgl. OECD (2003), S. 36; Oppenländer (2002), S. 8f; Goldrian (2001), S. 33; Nierhaus (1999b), S. 17; Lindlbauer (1989), S. 128f; Nerb (1989b), S. 356. Eine Saisonbereinigung kann jedoch nicht zwangsläufig entfallen. Vgl. Banque Nationale de Belgique (2000b), S. 16; Güntzel (1994), S. 48f.

³⁰¹ Vgl. OECD (2003), S. 9; Lindlbauer (1995a), S. 76; Oppenländer (1995a), S. 28; Snyman (1994), S. 254.

³⁰² Vgl. OECD (2003), S. 36; Assenmacher (1998), S. 28; Lindlbauer (1989), S. 125; Pilder (1984), S. 162f. So sollten bspw. Antworten auf Fragen, die die Produktion betreffen, bestenfalls mit dem relativen Anteil des Unternehmens an der Produktion der gesamten Branche gewichtet werden.

³⁰³ Vgl. OECD (2003), S. 36f.

ansteigen.³⁰⁴ Die Gewichtung zu Beurteilungen und Erwartungen im Bauhauptgewerbe insgesamt erfolgt schließlich ebenfalls mit der Saldenmethode unter Einsatz der in der amtlichen Statistik ausgewiesenen relativen Umsatzanteile.³⁰⁵

Nachdem die gewichteten und aggregierten Salden der Geschäftslage (GL) und der Geschäftserwartungen (GE) für das Bauhauptgewerbe feststehen, stellt sich die Frage, wie beide zum ifo Geschäftsklima zusammengefasst werden können. Zu diesem Zweck wird folgende Formel auf Basis des geometrischen Mittels angewendet:³⁰⁶

$$\text{Geschäftsklima} = ((\text{GL} + 200) * (\text{GE} + 200))^{1/2} - 200$$

Um schließlich den Geschäftsklimaindex für das Bauhauptgewerbe zu bilden, wird der gegenwärtige, im Fall des ifo Konjunkturtests monatliche, Wert des Geschäftsklimas zum Zeitpunkt t in Relation zu dem Wert des Basisjahres 1991 gesetzt, wobei ein Geschäftsklimaindex von 100 den Durchschnitt des Basisjahres widerspiegelt.³⁰⁷

$$\text{Geschäftsklima}_t = (\text{Geschäftsklima}_t / \text{Geschäftsklima}_{1991}) * 100$$

2.2.3 Aussagekraft und Interpretation

Karl-Heinrich Oppenländer, ehemaliger Präsident des ifo Institut, München, subsumiert die Informationsvorteile von Konjunkturumfragen unter den folgenden sechs Punkten.³⁰⁸

³⁰⁴ Auf diese Weise wird eine zu starke Gewichtung einzelner Unternehmen vermieden. Vgl. Mattern (2000), S. 257; Lindlbauer (1989), S. 177f. Sofern ein Unternehmen in verschiedenen Bereichen aktiv ist, werden seine Gewichtungspunkte gemessen am relativen Umsatz auf die jeweiligen Bereiche aufgeteilt. Ruppert (2004a), S. 37.

³⁰⁵ Vgl. Ruppert (2004a), S. 38; Mattern (2000), S. 257; Lindlbauer (1989), S. 126.

³⁰⁶ Das geometrische Mittel wird angewendet, um den Einfluss einzelner Ausreißer zu glätten, während die 200 addiert werden, damit der Wurzelausdruck nicht negativ oder null sein kann. Vgl. Hott/Kunkel/Nerb (2004b), S. 337; Körber-Weik et al. (1988), S. 76; Nerb (1975), S. 26. Gegen diese Vorgehensweise des ifo Instituts wird manchmal eingewendet, dass eine Gleichgewichtung von Beurteilungen und Erwartungen ungerechtfertigt sei. Regressionsbasierte Schätzungen der Gewichte zeigten, dass die Gewichte für beide Komponenten zwischen 0,8 und 0,2 schwanken und dass bei zunehmendem Erwartungshorizont die Gewichtung der Geschäftslage abnimmt, während die der Geschäftserwartungen zunimmt. Faktoranalytische Studien ergaben jedoch, dass weder eine abweichende und theoretisch fundiertere Gewichtung noch der Einbezug weiterer Elemente der Konjunkturumfragen die Länge oder Konstanz des Vorlaufs verbesserten. Folglich bestand kein Anlass, von einer Gleichgewichtung der Komponenten abzuweichen. Vgl. Brand/Gerstenberger/Lindlbauer (1995), S. 83f; Körber-Weik et al. (1988), S. 85f.

³⁰⁷ Der Wert des Basisjahres drückt den Mittelwert des Geschäftsklimas im Jahr 1991 aus. Vgl. Mattern (2000), S. 258.

³⁰⁸ Vgl. Oppenländer (2002), S. 2-9. Die Aussagen beziehen sich auf alle in der Konjunkturumfrage gestellten Fragen und nicht lediglich auf die Beurteilungen der Geschäftslage und die Geschäftserwartungen.

- Verfügbarkeit
- Repräsentativität
- Fragenprogramm
- Verbreitung
- Erweiterung
- Klarheit

Unter Verfügbarkeit wird in diesem Zusammenhang vor allem die Tatsache verstanden, dass die Fragen leicht zu beantworten sind und schnell veröffentlicht werden können. Nur unter solchen Umständen kann die für Konjunkturindikatoren besonders wichtige, regelmäßige Bereitstellung von Outputdaten im Rahmen kurzer Zeitintervalle gewährleistet werden.³⁰⁹ Repräsentativität beschreibt den Umstand, dass sich die konjunkturelle Aussagekraft umfangreicher Konjunkturmfragen wie des ifo Konjunkturtests nicht auf die Bundesrepublik oder einzelne Industriezweige beschränkt. Vielmehr erstreckt sie sich darüber hinaus auch auf die Ebene von Branchen,³¹⁰ Produktgruppen³¹¹ und/oder Regionen.³¹² Das Fragenprogramm des ifo Konjunkturtest wurde über 50 Jahre lang optimiert und an die Bedürfnisse des Marktes angepasst. Folglich ist sichergestellt, dass auf der einen Seite die Marktteilnehmer mit ihm vertraut sind und dass auf der anderen Seite alle wichtigen ökonomischen Aktivitäten abgebildet werden. Der ifo Konjunkturtest erfasst somit – unter anderem auch durch die Sonderfragen – Aktivitäten in Bereichen, die die offizielle Statistik nicht abdeckt.³¹³ Die Erfolge des Einsatzes von Geschäftsklimaindikatoren sorgten sowohl für deren inhaltliche Ausweitung – bspw. in zunehmendem Maße auch auf Dienstleistungsbereiche – sowie für deren weltweite Verbreitung, die die in einer globalisierten Welt notwendige Vergleichbarkeit gewährleistet.³¹⁴ Nach den ersten Erfolgen mit dem Konjunkturtest erweiterte das ifo Institut in der Mitte der fünfziger Jahre den Ansatz und schuf unter anderem den Investitionstest zur Abbildung der Struktur und Hintergründe unternehmerischer Investitionen.³¹⁵ Andere Umfragen folgten und erweiterten die vorhandene Informationsbasis um wichtige volkswirtschaftliche Aspekte, bspw. um die Innovatio-

³⁰⁹ Vgl. Nierhaus/Sturm (2004), S. 288; OECD (2003), S. 8; Mattern (2000), S. 265; Santero/Westerlund (1996), S. 7; Güntzel (1994), S. 36f.

³¹⁰ Vgl. Goldrian (2003a), S. 33.

³¹¹ Vgl. Oppenländer (2002), S. 4.

³¹² Vgl. Goldrian (2003b), S. 33.

³¹³ Vgl. Oppenländer (2002), S. 4.

³¹⁴ Vgl. Oppenländer (2002), S. 6f.

³¹⁵ Prinzipiell handelt es sich dabei um eine spezielle Art von Konjunkturtest, der sich auf die Variable der unternehmerischen Investitionen bezieht. Vgl. Weichselberger (2004), S. 101; Oppenländer (2002), S. 7f.

nen.³¹⁶ Schließlich bezieht sich die methodische Klarheit auf die Wirksamkeit der Erhebung und Quantifizierung des qualitativen Konjunkturindikators bei gleichzeitigem Verzicht auf eine komplexe Zeitreihenzerlegung, die sich bei Anwendung der Saldenmethode erübrigt.³¹⁷

Oppenländer führt darüber hinaus drei Felder an, in denen der Einsatz von Konjunkturumfragen Vorteile für das Feld der Konjunkturforschung erwirtschaftet:³¹⁸

- Theorie
- Empirie
- Prognose

Eines der größten Problemfelder der Konjunkturforschung liegt in der Operationalisierung der Erwartungen und in ihrer Einbeziehung in die konjunkturtheoretischen Modelle. Volkswirte, die Erwartungen als nicht direkt beobachtbar ansehen,³¹⁹ können dabei nur indirekt auf den Prozess der Erwartungsbildung schließen. Folglich sind sie auf Annahmen bezüglich des Zusammenhangs zwischen beobachtbaren Realisationen einerseits und Erwartungen, Beurteilungen sowie Plänen der Wirtschaftssubjekte andererseits angewiesen. Unabhängig von der grundsätzlichen Natur des unterstellten Zusammenhangs – bspw. extrapolative oder rationale Erwartungen – und seiner speziellen Ausprägung führen Fehler in der Modellspezifikation unweigerlich zu einer Verminderung der Aussagekraft des Modells.³²⁰ Als problematisch erweist sich dabei vor allem die nahezu unbegrenzte Anzahl möglicher beobachtbarer und relevanter Anstöße sowie die nicht zu vernachlässigende Möglichkeit, dass die Erwartungsbildung und das Verhalten nicht allein durch beobachtbare Größen bestimmt werden, sondern ebenfalls den Einflüssen von Variablen unterliegen, die einer Messung nicht zugänglich sind.³²¹ Mit Hilfe von Konjunkturumfragen gewonnene Daten können in diesem Fall jedoch zur Überprüfung des unterstellten Erwartungsbildungsmodells herangezogen werden, indem bspw. getestet wird, ob Erwartungen in dem Maße mit Realisationen übereinstimmen, wie es die Theorie der rationalen Erwartungen im

³¹⁶ Im Jahre 1979 begann das Institut mit der Erhebung des Innovationstests. Vgl. Penzkofer (2004), S. 149.

³¹⁷ Vgl. Oppenländer (2002), S. 8f.

³¹⁸ Vgl. Oppenländer (2002), S. 22f.

³¹⁹ Durch Umfragen erhobene Erwartungen werden dabei nicht als Alternative angesehen, wodurch eine Falsifizierung der Hypothese rationaler Erwartungen per se unmöglich gemacht wird. Dieser Standpunkt ist jedoch umstritten. Vgl. Tichy (1992), S. 44; Pesaran (1990), S. 25.

³²⁰ Vgl. Nerlove (1983), S. 1255.

³²¹ Vgl. Pilder (1984), S. 106.

Normalfall unterstellt.³²² Ein weiterer Problemkomplex wird durch den Umstand bestimmt, dass sich das Modell der Erwartungsbildung sowohl im Konjunkturverlauf ändert als auch im Zeitablauf Wandlungen unterliegt. An dieser Stelle können Konjunkturmfragedaten, wenn auch nur in begrenztem Maße, einen Beitrag zu der Formulierung angemessener Hypothesen leisten.³²³

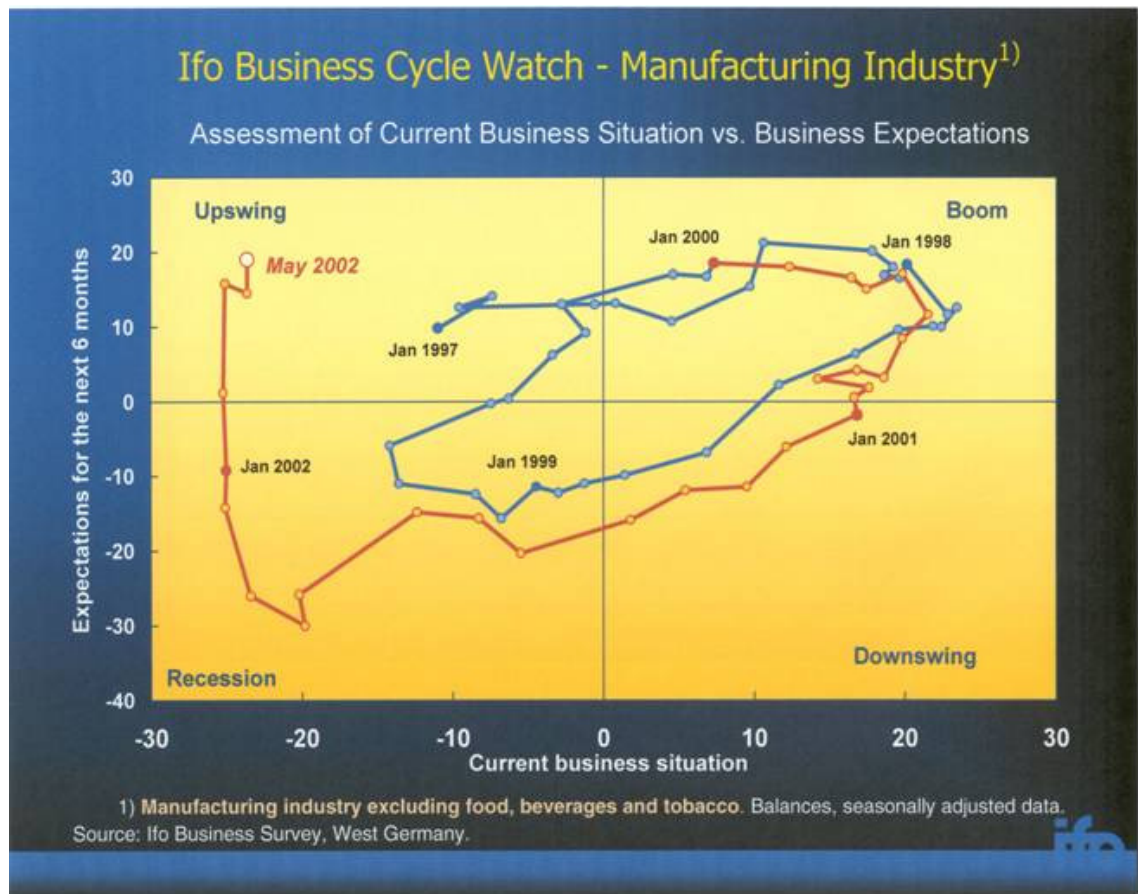


Abbildung 9: ifo Konjunkturuhr³²⁴

³²² Vgl. Güntzel (1994), S. 85; Pesaran (1990), S. 25-28; Simon (1986), S. 218; Nerlove (1983), S. 1256. Kirchgässner stellte die Ergebnisse der jährlichen Allensbach-Umfrage volkswirtschaftlichen Daten gegenüber und fand eine Bestätigung der Theorie der rationalen Erwartungen. Vgl. Kirchgässner (1982), S. 233-237. Aiginger überprüfte die Validität des Modells der rationalen Erwartungen anhand von 39 internationalen Zeitreihen aus Unternehmens-, Konsumenten- und Expertenbefragungen und kam zu einem negativen Ergebnis. Vgl. Aiginger (1981), S. 50. Hierbei muss jedoch beachtet werden, dass Ergebnisse, die auf nichtrationales Verhalten hinweisen, ihre Begründung ebenso in dem Antwortverhalten der Befragten, der Methodik der Konjunkturmfrage oder der Transformation und Analyse der Daten finden können. Vgl. Wolter (1996), S. 4. Auch fällt es aufgrund der Möglichkeit von Veränderungen des „wahren“ Modells und damit verbundenen Lernprozessen der Marktteilnehmer schwer, Rationalität im Nachhinein zu beurteilen. Etwas, das rückblickend rational gewesen wäre, muss nicht rational nach den Maßstäben der Vergangenheit gewesen sein und umgekehrt. Vgl. Poole (1976), S. 505.

³²³ Vgl. Oppenländer (2002), S. 41; Tichy (1994), S. 110.

³²⁴ Quelle: Oppenländer (2002), S. 34.

Einer der Hauptvorteile von Konjunkturumfragen für die empirische Wirtschaftsforschung ergibt sich direkt aus der soeben erläuterten Problematik der axiomatischen Formulierung von Erwartungen, die nicht beschreibt, wie sich Wirtschaftssubjekte tatsächlich verhalten, sondern wie sie sich verhalten müssten, wenn sie – bspw. im Rahmen der Theorie der so genannten Real Business Cycles – ökonomische Nutzenmaximierer wären.³²⁵ Sobald man ein derartig konzipiertes Modell auf seine Validität untersucht, werden gleichzeitig das Modell sowie die ihm zugrunde liegenden Erwartungshypothesen getestet, was die Interpretation der Ergebnisse ungleich erschwert. Der Einsatz von Konjunkturumfragedaten hingegen erfordert keine speziellen Annahmen von Erwartungshypothesen und erlaubt somit eine unbelastete Überprüfung eines Modells. Er bietet somit eine Möglichkeit der empirischen mikroökonomischen Fundierung ökonomischen Verhaltens, zu der aus praktischer Sicht keine Alternativen bestehen.³²⁶ Einen weiteren wichtigen Vorteil ermöglicht die Aufbereitung der durch die Konjunkturumfrage gewonnenen Daten im Rahmen der so genannten ifo Konjunkturuhr (vgl. Abbildung 9).

Sie stellt eine zweidimensionale Matrix mit vier Feldern dar, auf der auf der y-Achse der Saldo der Erwartungen und auf der x-Achse der Saldo der Beurteilungen abgetragen wird. Je nach Kombination der Ausprägungen lassen sich somit Rückschlüsse auf die gegenwärtige Position im Konjunkturzyklus sowie auf die konjunkturelle Entwicklungstendenz ziehen. Untere konjunkturelle Wendepunkte sind dabei von negativen Beurteilungen und positiven Erwartungen geprägt, während positive Beurteilungen und negative Erwartungen kennzeichnend für obere konjunkturelle Wendepunkte sind. Neben diesen globalen Klassifikationen ermöglicht die Verfolgung der Salden im Zeitablauf selbstverständlich wichtige Einblicke in die jeweilige Intensität der Komponenten des Geschäftsklimas und ihrer Entwicklungen sowie in die konjunkturelle Bewegung allgemein. So kann anhand der relativen Bewegungen von Beurteilungen und Erwartungen tendenziell auf eine Länge des Auf- oder Abschwungs geschlossen werden.³²⁷ Darüber hinaus lassen sich in Kombination mit weiteren Informationen wie bspw. der Einschätzung der Nachfrage und der Auslastung der Kapazitäten Umstände einzelner Unternehmen oder Unternehmensgruppen treffender charakterisieren. In diesem Zusammenhang lässt sich z.B. aufarbeiten, bei welchem Prozentsatz an Unternehmen im

³²⁵ Vgl. Tichy (1992), S. 48.

³²⁶ Vgl. Nerb (2004), S. 3; Carroll (2001), S. 1f; Seitz (1989b), S. 47.

³²⁷ Vgl. Nerb (2004), S. 8-12; Oppenländer (2002), S. 33f. An dieser Stelle sollte jedoch beachtet werden, dass die numerischen Nullpunkte der jeweiligen Komponenten aufgrund eines für gewisse Wirtschaftsbereiche charakteristischen optimistischen oder pessimistischen Antwortverhaltens nicht immer auch die faktischen Übergänge von einer konjunkturellen Phase in die nächste ausdrücken müssen. Vgl. Punkt 5.3.1.3.

Zeitablauf eine schlechte Geschäftslage auf Nachfrageschwächen und/oder Angebotsengpässe zurückgeht.³²⁸ Sofern es die Datenbasis zulässt, bietet eine derartige Aufarbeitung eine reiche Informationsbasis über die genauen Zustände in Wirtschaftsbereichen und –unterbereichen sowie Regionen.

Schließlich liegt einer der Hauptvorteile von Konjunkturumfragen in der Verwendung des Geschäftsklimaindikatoren als vorlaufender Konjunkturindikator begründet. Wie bereits angeführt, eignet sich dieser in besonderem Maße zur kurzfristigen Konjunkturprognose sowie zur Vorhersage konjunktureller Wendepunkte. Zwar lässt er dabei keine Rückschlüsse auf die eigentlichen Ursachen oder auf die genaue Ausprägung der Veränderung zu, jedoch ist dies auch nicht der Zweck seiner Erstellung. Die Stärke des Geschäftsklimaindikatoren zeigt sich bei der Analyse, ob und in welcher Weise am Markt zu beobachtende Schocks das Geschäftsklima und damit die späteren Handlungen der Unternehmer verändern.³²⁹ Dabei kommen ihm alle eingangs angeführten Informationsvorteile zu Gute, die gewährleisten, dass er Entwicklungen widerspiegelt, die der amtlichen Statistik entweder noch nicht oder gar nicht entnommen werden können. Hier gilt es jedoch zu beachten, dass der Vorlauf des ifo Geschäftsklima-Index gegenüber konjunkturellen Wendepunkten im Durchschnitt zwei Quartale beträgt, obere Wendepunkte jedoch deutlich früher als die unteren Wendepunkte angezeigt werden.³³⁰ Bei der Betrachtung von Geschäftsklimaindikatoren darf darüber hinaus nicht übersehen werden, dass sie Schwankungen unterliegen können und dass ihr Vorlauf von Zyklus zu Zyklus variiert.³³¹ Zudem kommen internationale Studien zu dem Ergebnis, dass Geschäftsklimaindikatoren, die in manchen Ländern mit Erfolg zur Prognose von Wendepunkten eingesetzt werden, in anderen Ländern keine nennenswerten Ergebnisse liefern, was auf der einen Seite an der spezifischen Konstruktionsweise liegen kann, auf der anderen Seite jedoch auch an strukturellen Faktoren des jeweiligen Wirtschaftssystems selbst.³³² Der prognostische Nutzen von Daten aus Konjunkturumfragen beschränkt sich jedoch nicht auf die Aggregation zu separaten Konjunkturindikatoren, sondern umfasst auch deren Einsatz im Rahmen anderer Prognosemethoden. So gehen Geschäftsklimaindikatoren und andere durch Konjunkturum-

³²⁸ Eine derartige Klassifizierung ermöglicht bspw. die Einteilung der Marktlage in neoklassische und keynesianische Regimes. Vgl. Malinvaud (2002), S. 16.

³²⁹ Vgl. Goldrian/Strigel (1989), S. 363.

³³⁰ Dieser Umstand ist charakteristisch für qualitative Konjunkturindikatoren und wird dadurch erklärt, dass sich eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen aufgrund bestehender Auftragsbestände erst mit zeitlicher Verzögerung auf die Produktion auswirkt, während sich die Reaktion auf untere Umkehrpunkte schneller in der amtlichen Statistik niederschlägt. Vgl. Mattern (2000), S. 266; Nierhaus (1999b), S. 17; Santero/Westerlund (1996), S. 19; Heubes (1991), S. 17.

³³¹ Vgl. Hinze (2003), S. 25.

³³² Vgl. Santero/Westerlund (1996), S. 19.

fragen erhobene Zeitreihen als erklärende Variable in ökonometrische Modelle ein und erlauben damit eine bessere kurzfristige Prognose von konjunkturellen Entwicklungen und Wendepunkten. Das ifo Institut nutzt die Geschäftserwartungen als erklärende Variable für Vorratsveränderungen, Ausrüstungsinvestitionen und Aktienkurse. Zwar bilden Konjunkturmfragedaten nur eine kleine Teilmenge der eingehenden Variablen, jedoch leisten sie aufgrund ihrer raschen Verfügbarkeit und ihres Informationsgehaltes einen wichtigen Beitrag zur Erhöhung der Prognosegüte. Die Ergebnisse erweisen sich oft als stabiler als im Falle des ausschließlichen Einsatzes qualitativer oder quantitativer Variablen.³³³

Dennoch stehen den offensichtlichen Vorteilen von aus Konjunkturmfragedaten abgeleiteten Indikatoren, insbesondere Geschäftsklimaindikatoren, auch Einschränkungen gegenüber. Diese ergeben sich zunächst aus der menschlichen Komponente selbst, da Menschen nicht notwendigerweise konkrete Beurteilungen und Erwartungen hegen, dies aber nur ungern zuzugeben bereit sind und daher dennoch antworten. Sie beziehen auch nicht notwendigerweise, wie es von der Methodik des Konjunkturtests unterstellt wird, zum Zeitpunkt der Befragung alle für sie maßgeblichen Variablen, von denen ihr späteres Verhalten abhängt, mit der richtigen Gewichtung in die Antwort ein. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, dass Befragte diejenigen Antworten geben, die kongruent mit ihrem vergangenen Verhalten sind, um dieses vor sich selbst oder anderen zu rechtfertigen.³³⁴ Aus diesem und anderen Gründen hat es sich gezeigt, dass die Prognosequalität von Geschäftsklimaindikatoren höher ausfiel, je größer die Zahl der Meldungen und je höher die Aggregationsstufe war.³³⁵ Eine weitere problematische Eigenschaft von Geschäftsklimaindikatoren ist deren relativ kurzer Vorlauf, der darauf zurückgeht, dass die konjunkturelle Entwicklung bei einem mittel- oder langfristigen Prognosehorizont durch Ereignisse bestimmt wird, deren Wirkungsweise in der Gegenwart noch nicht erkennbar oder einschätzbar war. Deshalb können qualitative (wie auch quantitative) Indikatoren konjunkturelle Wendepunkte überhaupt nur dann signalisieren, wenn diese nicht allzu weit entfernt liegen. Außerdem muss darauf hingewiesen werden, dass auch aus Unternehmensbefragungen gewonnene Konjunkturindikatoren – trotz der im Durchschnitt oftmals größeren Stabilität im Vergleich zu quantitativen Konjunkturindikatoren – kurzfristig sensibel reagieren können.

³³³ Vgl. Oppenländer (2002), S. 41; Schips (2002), S. 28f; Schwab (1996), S. 217; Parigi/Schlitzer (1995), S. 210f; Güntzel (1994), S. 52; Tichy (1994), S. 219; Langmantel (1989), S. 485-490; Naggl (1989), S. 469-471.

³³⁴ Vgl. Bertrand/Mullainathan (2001), S. 68f; Pesaran (1990), S. 25f.

³³⁵ Vgl. Strigel (1989c), S. 64. Teilweise hat sich gezeigt, dass Prognosen auf einem niedrigeren Aggregationsgrad – bspw. Branchenprognosen – besser ausfallen, wenn quantitative Größen hinzugezogen wurden. Goldrian (2004c), S. 212.

Einzelne Monatsergebnisse können durch unsystematische Zufallseinflüsse (u.a. saisonunübliche Witterung, Streiks, aktuelle wirtschaftspolitische Diskussionen, wechselndes Meldeverhalten der Befragungsteilnehmer) nach oben oder nach unten verzerrt sein.³³⁶ Es sollte daher in jedem Fall vermieden werden, sich lediglich auf die Prognoseleistung einzelner Indikatoren zu verlassen. Die Signale eines Indikators sollten immer vor dem Hintergrund der durch andere Indikatoren ausgesendeten Signale, der Resultate alternativer Prognosemethoden und des gegenwärtigen wirtschaftlichen Umfelds interpretiert werden. Dies gilt umso mehr als Auf- und Abschwünge im Konjunkturzyklus verschiedene Ursachen haben und somit unterschiedliche Indikatoren im Zeitablauf unterschiedlich aussagekräftige Informationen liefern. In vielen Fällen bietet es sich daher an, einzelne Indikatoren zu Gesamtindikatoren zusammenzufügen, um ihre prognostische Aussagekraft und Stabilität zu erhöhen.³³⁷

2.3 Zusammenfassung der Ergebnisse

Das vorliegende Kapitel liefert die für ein Verständnis der weiteren Vorgehensweise notwendigen Fundamente und bildet damit den Ausgangspunkt der Untersuchung. Im Einzelnen hat es die folgenden Grundlagen gelegt:

- Konjunktur ist das Ergebnis einer Vielzahl einzelner Entwicklungen in Teilbereichen einer Branche bzw. einer Volkswirtschaft. Diese einzelnen Entwicklungen laufen zwar zu einem ähnlichen Zeitpunkt, nicht aber parallel ab. Konjunkturelle Abläufe wiederholen sich zwar im Zeitablauf, verhalten sich jedoch nur begrenzt kalkulierbar. Es wurde festgestellt, dass der Verlauf einer Zeitreihe durch mehrere Komponenten bestimmt wird und dass die Konjunktur nur eine dieser Komponenten darstellt. Bevor die Konjunktur einer näheren Untersuchung zugänglich ist, müssen die anderen Bestandteile einer Zeitreihe bspw. über Filterungen oder die Bildung von Wachstumsraten eliminiert werden. Unterschiedliche Methodiken zur Bestimmung der konjunkturellen Komponente können dabei einen deutlichen Einfluss auf ihre Ausprägung ausüben. Dasselbe gilt für die Methoden, die zur Identifikation der konjunkturellen Wendepunkte eingesetzt werden, da jede Methode zu einer unterschiedlichen Datierung des Zyklus führen kann. Derartige Überlegungen spielen sowohl bei der Konstruktion eines Konjunkturindikators als

³³⁶ Vgl. Nierhaus (1999b), S. 17; Krumper (1989), S. 451; Teichmann (1988), S. 8.

³³⁷ Vgl. Goldrian (2004b), S. 309; Nierhaus/Sturm (2004), S. 290; Snyman (1994), S. 359f; Krumper (1989), S. 451; Nerb (1989c), S. 356f; Poser (1989), S. 468; Katona (1975), S. 64. Dies gilt auch für einen Geschäftsklimaindikator, der aufgrund seiner zwei Komponenten – Beurteilungen und Erwartungen – bereits einen Gesamtindikator darstellt.

auch bei der Transformation der durch ihn zu prognostizierenden Zielzeitreihe eine gewichtige Rolle.

- Die Konjunkturtheorie ist von großer Uneinigkeit in Bezug auf die Ursachen konjunktureller Schwankungen gekennzeichnet, die teilweise auf die im Zeitablauf divergierenden, maßgeblichen Einflussfaktoren zurückgeht, vielfach jedoch schlicht mit der theoretischen Prägung einzelner Forscher begründet werden kann. Für die vorliegende Arbeit sind vor allem diejenigen Aspekte der Konjunkturtheorie von Bedeutung, die sich mit der Rolle der Erwartungen und den darauf basierend eingeleiteten Handlungen der Wirtschaftssubjekte befassen. Sie bilden das theoretische Fundament eines jeden Geschäftsklimaindiktors. Vor allem die vorkeynesianische Konjunkturtheorie schreibt dem psychologischen Faktor einen für die Entwicklung und Verstärkung von Konjunkturzyklen maßgeblichen Einfluss zu. Neuere Konjunkturtheorien walrasianischer wie nicht-walrasianischer Prägung reduzieren den Erklärungswert des psychologischen Faktors in ihren Modellen auf ein Minimum. Im Gegensatz dazu weisen die Ansätze der experimentellen Konjunkturerklärung Besonderheiten im Verhalten der Wirtschaftssubjekte nach, die mit modernen Konjunkturtheorien nicht vereinbar sind. Zu unterscheiden sind dabei die zwei den psychologischen Faktor bedingenden Parameter, einerseits die Rationalität des Individuums – im Rahmen der Behavioral Economics – und andererseits die Informationsverfügbarkeit – im Rahmen der rational structural uncertainty models. Nach Erarbeitung dieser Grundlagen analysiert das Kapitel im Anschluß die Umstände, unter denen die Dimension des psychologischen Faktors durch das Wirken anderer Einflüsse eingeschränkt werden kann. Erst derartige Überlegungen erlauben eine Abschätzung der Wirkungsweise und Nachhaltigkeit des psychologischen Faktors auf Immobilienmärkten in Kapitel 3 und damit eine Beurteilung der Eignung des Indikatoransatzes für die Prognose von Immobilienzyklen.
- Geschäftsklimaindikatoren tragen dem Umstand Rechnung, dass Beurteilungen und Erwartungen zu Plänen führen und schließlich in Realisationen umgesetzt werden. Erhebt man unter diesen Umständen Beurteilungen und Erwartungen, so kann man die am Markt beobachtbaren Realisationen prognostizieren. Sie dienen einerseits der kurzfristigen Konjunkturprognose und bieten andererseits die Möglichkeit, den psychologischen Faktor auf Märkten zu erkennen und zu quantifizieren. Vor allem der zweite Aspekt bildet eine der inhaltlichen Stärken der hier als klassische Konjunkturumfragen bezeichneten Geschäftsklimaindikatoren, die auf bestimmten Annahmen über den Zusammenhang zwischen Erwartungen und Handlungen der Wirtschaftssubjekte gründen. Ein alternatives Modell

eines Geschäftsklimaindiktors stellen die so genannten Expertenbefragungen dar, die auf Annahmen über eine qualifiziertere Urteilstkraft befragter Personengruppen basiert. Diese beiden unterschiedlichen Arten der Befragungen stellen wichtige Elemente der Analyse internationaler qualitativer Immobilienkonjunkturindikatoren in Kapitel 4 dar. Auch sind sie von großer Bedeutung für die Erarbeitung eines deutschen Real Estate Confidence Indicator in Kapitel 5.

3 Immobilienkonjunktur

3.1 Immobilienkonjunkturforschung

3.1.1 Die Struktur von Immobilienmärkten

3.1.1.1 Teilmärkte des Immobilienmarktes

Bevor untersucht werden kann, in welcher Form das Phänomen Konjunktur auf Immobilienmärkten in Erscheinung tritt, ist es notwendig, sich über die Besonderheit der Immobilienkonjunkturforschung und die Struktur von Immobilienmärkten im Klaren zu sein. Während allgemeine Konjunkturforschung sich auf eine Volkswirtschaft insgesamt bezieht, untersucht Immobilienkonjunkturforschung hier nur einen Teilbereich der Gesamtwirtschaft, der wiederum von vielen anderen Teilbereichen abhängt. Der Begriff der exogenen Variablen gewinnt daher eine neue Bedeutungsdimension, da er nicht mehr notwendigerweise nur eine Größe bezeichnet, die Teil des betrachteten Systems ist und als erklärende Variable in ein Gleichungssystem integriert wird, das die dominierenden Wirkungsketten beschreibt. Vielmehr ist davon auszugehen, dass exogene Variable in vielen Fällen außerhalb des betrachteten Teilbereichs der Gesamtwirtschaft anzusiedeln sind und dabei von einer Vielzahl von Kräften abhängen, die ebenfalls anderen Teilbereichen entstammen. Der Grad der Komplexität steigt in einem derartig offenen System unweigerlich an, während die Möglichkeit, die vorherrschenden Mechanismen in adäquater Weise darzustellen, eingeschränkt wird. Dies gilt umso mehr in einer zunehmend globalisierten Welt, die dadurch gekennzeichnet ist, dass Immobilienmärkte verschiedener Länder nicht getrennt voneinander betrachtet werden können, da sie miteinander im Wettbewerb um internationale Flächennutzer und grenzüberschreitende Kapitalströme stehen.

In Bezug auf die Struktur von Immobilienmärkten gilt es zusätzlich zu beachten, dass es den Immobilienmarkt an sich nicht gibt. Vielmehr besteht ein hohes Maß an Heterogenität bezüglich der Gebäudeklassen – der „typologischen Aspekte der Immobilienökonomie“ – und der regionalen Märkte, da jede Region über ein anderes wirtschaftliches Umfeld verfügt. In der Folge unterscheiden sich auch die für jeden einzelnen Immobilientyp und jede einzelne Region maßgeblichen Teilbereiche der Gesamtwirtschaft, die auf den jeweils betrachteten Immobilienteilmarkt einwirken. Als letzte und bedeutende Erschwernis kommt hinzu, dass sich sowohl jeder Immobilienteilmarkt für sich betrachtet als auch der Immobilienmarkt insgesamt aus drei unter-

schiedlichen inhaltlichen Teilmärkten, einem Flächenmarkt, einem Investmentmarkt und einem Projektentwicklungsmarkt zusammensetzen.³³⁸

Auf dem Flächenmarkt wird das Recht gehandelt, Flächen zu nutzen. Unternehmen und öffentliche wie private Haushalte bilden hier die Nachfrageseite. Für Unternehmen stellt Raum einen Produktionsfaktor dar, dessen Attraktivität von den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Kerngeschäfts und der Höhe des Mietpreises abhängt, so dass die Nachfrage nach Raum in diesem Fall eine indirekte Nachfrage darstellt. Für Haushalte stellt Raum ein Konsumgut dar, dessen Nachfrage unter anderem durch das Verhältnis von Haushaltseinkommen und Mietpreis im Vergleich zu anderen Konsumgütern determiniert wird. Im Fall von Mietern entspricht der Mietpreis der jährlichen Vertragsmiete, während er sich im Fall von Eigennutzern aus der Summe der in Verbindung mit dem Eigentum an der Immobilie anfallenden jährlichen Kosten ergibt. Da das Flächenvolumen und damit die Angebotsseite auf dem Flächenmarkt in der kurzen bis mittleren Frist feststehen, wird der Mietpreis zunächst von der Höhe und Entwicklung der Flächennachfrage determiniert.³³⁹ Zumindest für gewerbliche Immobilien gilt es hierbei zu beachten, dass die Flächenverfügbarkeit und der Mietpreis nicht unbedingt einen Gleichgewichtszustand auf dem Flächenmarkt herstellen, sondern dass die Nachfrage stark von Entwicklungen in anderen Teilbereichen der Gesamtwirtschaft abhängt.³⁴⁰ Im Rahmen des daraus folgenden Anpassungsprozesses stellen Mietvertragskonditionen, Umnutzungen, Revitalisierungen und neue Projektentwicklungen weitere kritische Größen dar.³⁴¹

Auf dem Investmentmarkt wird das Recht gehandelt, Flächen als Eigentümer zu erwerben, wobei auch hier der Bestand kurzfristig feststeht. Die Nachfrageseite bilden im gewerblichen Immobilienbereich vor allem institutionelle Investoren wie Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und Fondsgesellschaften, die Immobilien im Rahmen eines multi-asset-Portfolios als eine von mehreren Anlageklassen halten. Ihre Nachfrage hängt primär von der Entwicklung der jeweilig anzulegenden Kapitalbestände ab. In einem zweiten Schritt wird sie durch das Verhältnis zwischen den aus dem

³³⁸ Teilweise wird in der Literatur noch ein vierter Markt, der Grundstücksmarkt, angeführt. Vgl. Wernecke (2004), S. 55f. Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wird der Grundstücksmarkt in Abhängigkeit vom Kontext als Teil des Investmentmarktes bzw. des Projektentwicklungsmarktes interpretiert, da der Grundstückskauf einen Teil der jeweiligen Gesamttransaktion darstellt. Die Betrachtung eines gesonderten Marktes für Grundstücke würde die nachfolgende Diskussion unnötig verkomplizieren und der Zielsetzung inhaltlich nicht dienen.

³³⁹ Vgl. DiPasquale/Wheaton (1996), S. 6f.

³⁴⁰ Vgl. Key et al. (1994), S. 10.

³⁴¹ Vgl. Key et al. (1994), S. 41.

Eigentum an der Immobilie abgeleiteten zukünftigen Kapitalrückflüssen und den erwarteten Kapitalrückflüssen aus anderen Anlageklassen wie Wertpapieren sowie aus dem Verhältnis des relativen Risikos der Anlagen bestimmt. Betrachtet man die Nachfrage von Investoren mit so genannten single-asset-Portfolios, also von Investoren, die wie offene Immobilienfonds überwiegend in Immobilien anlegen, so hängt diese primär ebenfalls von den Mittelzuflüssen ab. In einem zweiten Schritt wird sie durch die relative Attraktivität regionaler Immobilienmärkte unterschiedlicher Typologien im Heimatmarkt, zunehmend aber auch auf internationalen Immobilienmärkten determiniert. Die Nachfrage ist daher auch am Investmentmarkt stark von Einflüssen geprägt, die anderen Teilbereichen der eigenen Volkswirtschaft oder – aufgrund der zunehmenden Internationalisierung der Kapitalmärkte – einer anderen Volkswirtschaft entstammen.³⁴²

Auf dem Projektentwicklungsmarkt werden neue Immobilien erstellt und veraltete Immobilien im Rahmen einer Revitalisierung an die gegenwärtigen Markterfordernisse angepasst. Anbieter dieser Neuzugänge zum bisherigen Immobilienbestand sind Projektentwickler sowie Bauunternehmungen, die in Abhängigkeit von den zu erwartenden Profiten neue Engagements eingehen oder davon absehen. Ihre Aktivitäten werden auf der einen Seite durch den Wert neu fertig gestellter Gebäude und auf der anderen Seite durch die Gesamtkosten der Entwicklung determiniert. Da der Wert von Projektentwicklungen mit der Langfristigkeit und Qualität der Vermietung steigt oder fällt und gleichzeitig ein Wert nur realisiert werden kann, wenn die Immobilien verkauft werden, nehmen die anderen inhaltlichen Teilmärkte und die sie bestimmenden Faktoren direkten Einfluss auf den Projektentwicklungsmarkt. Gleichzeitig beeinflusst letzterer jedoch seinerseits sowohl Flächen- als auch Investmentmarkt, da er die Konstanz des Bestandes mittelfristig aufhebt und somit potenziell Mietpreise und Werte verändert. Darüber hinaus unterliegt er zusätzlich dem Einwirken besonderer Kräfte wie der Verfügbarkeit von Fremdkapital und den planungs- und baurechtlichen Regulierungen durch den Gesetzgeber.³⁴³

All diese Aspekte spielen für die Untersuchung, ob und in welcher Form ein qualitativer Konjunkturindikator für Immobilienmärkte theoretisch und praktisch konzipiert werden kann, eine große Rolle. Während die eingangs angeführten Aspekte der typologischen und regionalen Unterschiede vor allem im fünften Kapitel aufgegriffen und thematisiert

³⁴² Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Rottke (2002), S. 62; Key et al. (1994), S. 10.

³⁴³ Vgl. Keogh (1994), S. 58; Key et al. (1994), S. 59. Unterstellt wird hier ein Trader-Developer, der eine Immobilie erstellt und dann an einen Investor verkauft. Abzugrenzen davon sind die Fälle eines Investor-Developers, der für den eigenen Bestand entwickelt und eines Service-Developers, der Projektentwicklung als reine Dienstleistung betreibt. Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Rottke (2002), S. 62f.

werden, behandelt der folgende Punkt die Struktur von Immobilienmärkten. Im Vordergrund stehen dabei drei Modelle, die die Zusammenhänge zwischen den inhaltlichen Immobilienteilmärkten sowie die sie jeweils bestimmenden Mechanismen herausarbeiten und anhand konzeptioneller Modelle erläutern.³⁴⁴

3.1.1.2 Das DiPasquale-Wheaton-Modell

Zur Veranschaulichung der Zusammenhänge zwischen allen drei inhaltlichen Teilmärkten wird in der Literatur häufig auf das von DiPasquale und Wheaton entworfene 4-Quadranten-Modell³⁴⁵ Bezug genommen,³⁴⁶ das bereits mehrfach Ausgangspunkt empirischer Studien auf dem deutschen Immobilienmarkt gewesen ist.³⁴⁷ Jeder Immobilienmarkt besteht demnach grundsätzlich aus zwei interdependenten Märkten, dem Flächenmarkt und dem Investmentmarkt, wobei der Projektentwicklungsmarkt als Teilmarkt des Investmentmarktes aufgefasst wird.

Im I. Quadranten wird am Flächenmarkt durch das Zusammenspiel des Flächenangebots – des gegenwärtigen Kapitalstocks K – und der Flächennachfrage³⁴⁸ N der Mietpreis p_m festgelegt, zu dem sich Angebot und Nachfrage ausgleichen. Für einen Immobilieninvestor stellt der auf diese Weise ermittelte Mietpreis im II. Quadranten, dem Investmentmarkt, einen zukünftigen Zahlungsstrom dar, für den er, in Abhängigkeit vom Kapitalisierungszins i ,³⁴⁹ bereit ist, den Objektprice P zu zahlen. Der Objektprice P hat direkten Einfluss auf die Bautätigkeit am Projektentwicklungsmarkt, die im III. Quadranten bestimmt wird. Die dort dargestellte Gerade $f(B)$ steht für die Herstellungskosten einer Immobilie und drückt den einfachen Zusammenhang aus, dass gebaut wird, bis die bei zunehmender Bautätigkeit steigenden Herstellungskosten das Niveau der am Markt erzielbaren Preise erreicht haben und eine Projektentwicklung

³⁴⁴ Die gewählten Modelle stellen eine bewusste Beschränkung auf die für die weitere Argumentation notwendigen Grundlagen dar. Nicht einbezogen in die Betrachtung wurden stark vereinfachende Modelle – vgl. Corcoran (1987); Keogh (1994) – und Modelle, die auf den drei dargestellten Modellen aufbauten, indem sie bspw. das Fisher-Modell um die Dimension des Marktes für Immobilienwertpapiere erweiterten. Vgl. Corgel (1998).

³⁴⁵ Vgl. DiPasquale/Wheaton (1996); DiPasquale/Wheaton (1992), S. 181-197.

³⁴⁶ Vgl. du Toit/Cloete (2004); Achour-Fischer (1999); Nanthakumaran/Watkins (1999), S. 4.

³⁴⁷ Vgl. Dopfer (2000), S. 24-31; Becker (1998), S. 6-34.

³⁴⁸ Die durch die Funktion $N(p_m, Y)$ beschriebene Gerade im I. Quadranten stellt die Nachfrage in Abhängigkeit von der Höhe des Mietpreises und von exogenen gesamtwirtschaftlichen Faktoren (z.B. Produktionsniveau und Einkommen) dar. Der Mietpreis führt zu einem Ausgleich von Angebot und Nachfrage.

³⁴⁹ Der Kapitalisierungszins i drückt durch die Steigung der Geraden im II. Quadranten die von Investoren erwartete Rendite aus und ist abhängig von langfristigen Zinssätzen alternativer Anlagen, dem erwarteten Mietwachstum, der Risikohaftigkeit der Anlage sowie steuerlichen Gesichtspunkten. Vgl. DiPasquale/Wheaton (1992), S. 187.

gerade noch wirtschaftlich ist.³⁵⁰ Der Objektpreis P bestimmt demnach das Bauvolumen B , das nach Abzug der vom Markt abgegangenen Flächen dK im IV. Quadranten die Veränderung des Kapitalstocks ΔK darstellt.³⁵¹ Sofern sich dK und B entsprechen, gilt $\Delta K = 0$ und $K = B/d$. Quadrant IV drückt somit aus, welcher Kapitalstock aus einem konstant anhaltenden Bauvolumen resultiert.³⁵²

II) Investmentmarkt:
Objektpreisfindung

I) Flächenmarkt:
Mietpreisfindung

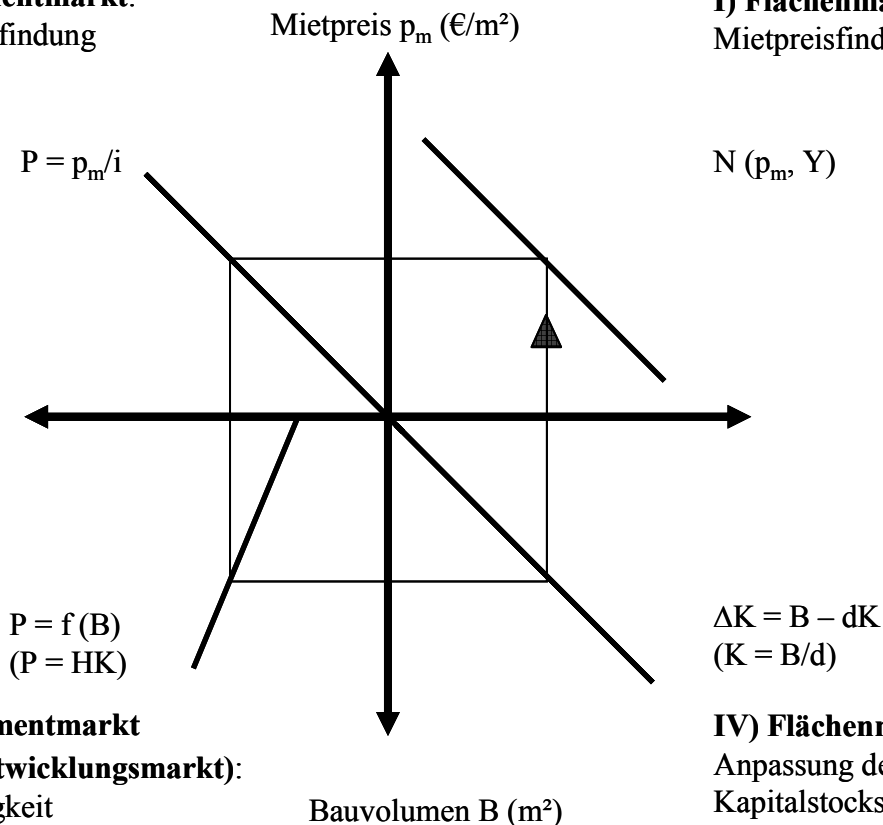


Abbildung 10: Das DiPasquale-Wheaton-Modell³⁵³

Das DiPasquale-Wheaton-Modell erlaubt eine analoge Argumentation für Eigennutzer, nur wird in diesem Fall gleichzeitig eine Entscheidung auf dem I. und auf dem II. Quadranten getroffen. Ihre Nachfrage hängt dabei von denselben Parametern ab wie die Nachfrage von Mietern und Immobilieninvestoren, jedoch beeinflusst sie parallel die

³⁵⁰ Steigende Baukosten können bspw. auf personelle und maschinelle Engpässe sowie auf einen Mangel an Bauland zurückzuführen sein. Dass die Gerade nicht am Ursprung beginnt, kann mit einem minimalen, kostendeckenden Preisniveau begründet werden.

³⁵¹ Die Gerade im IV. Quadranten verweist auf die Höhe des Kapitalstocks K , die einen jährlichen Flächenabgang genau in Höhe des Bauvolumens B bewirken würde. Übersteigt diese Höhe das Volumen des gegenwärtigen Kapitalstocks, so ist ΔK positiv.

³⁵² Vgl. DiPasquale/Wheaton (1996), S. 9f.

³⁵³ Quelle: In Anlehnung an DiPasquale/Wheaton (1996), S. 8.

Mietpreise und die Objektpreise.³⁵⁴ Zusammenfassend gilt, dass der Immobilienmarkt sich im Gleichgewicht befindet, sofern der Kapitalstock K zum Zeitpunkt t_0 genau dem Kapitalstock K zum Zeitpunkt t_1 entspricht, was jedoch in der Realität kaum zutrifft.³⁵⁵

3.1.1.3 Das Fisher-Modell

Fisher beschreibt in seinem Modell ähnliche Wirkungszusammenhänge zwischen Flächen- und Investmentmärkten. Er geht jedoch noch expliziter auf die Faktoren ein, die aus anderen Teilbereichen der Volks- und Weltwirtschaft auf einzelne Teilmärkte einwirken und differenziert dabei zwischen nicht-immobilienmarktspezifischen und immobilienmarktspezifischen Faktoren. Sie unterscheiden sich dadurch, dass nicht-immobilienmarktspezifische Faktoren über den allgemeinen Kapitalmarkt vor allem auf den Investmentmarkt einwirken und alle Regionen gleichermaßen betreffen, während immobilienmarktspezifische Faktoren verschiedene Regionen in unterschiedlichem Maße berühren und folglich Möglichkeiten der Diversifikation eröffnen.³⁵⁶

Die linke Seite des Fisher-Modells (vgl. Abbildung 11) beschreibt das Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage auf dem Flächenmarkt, das zu einem gleichgewichtigen Marktmietpreis für jeden Immobiliientyp führt. Die rechte Seite des Modells beschreibt die Interaktion von Angebot und Nachfrage auf dem Investmentmarkt, wobei als Neuerung gegenüber dem DiPasquale-Wheaton-Modell explizit die Risikoperspektive berücksichtigt wird. Demnach bestimmen die Lage und Rahmenbedingungen auf dem Flächenmarkt das Ausmaß des Risikos, das in der Folge im Investmentmarkt in die Objektbewertung eingeht. Dies geschieht im Rahmen einer finanzmathematischen Portfolioperspektive, durch die – soweit die jeweiligen Zahlen vorliegen³⁵⁷ – für den Investor optimale Portfolios abgeleitet werden. Ansonsten identifiziert das Fisher-Modell identische Verbindungen zwischen den einzelnen Submärkten, da Mietpreise die Basis für die Ermittlung von Objektpreisen darstellen und Objektpreise ihrerseits im Verhältnis zu den Herstellungskosten das Ausmaß der Projektentwicklung am Markt bestimmen.³⁵⁸

³⁵⁴ Der Kapitalisierungszinssatz ist in diesem Fall mit den Kapitalkosten des Eigennutzers identisch. Vgl. DiPasquale/Wheaton (1996), S. 10f.

³⁵⁵ Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Rottke (2002), S. 34f.

³⁵⁶ Vgl. Fisher (1992), S. 162f.

³⁵⁷ Fisher unterscheidet in einem ersten Schritt zwischen systematischen und unsystematischen Risikofaktoren, räumt jedoch an späterer Stelle ein, dass die für eine Differenzierung erforderliche Datenbasis auf Immobilienmärkten oftmals fehlt. Vgl. Fisher (1992), S. 174. Dies könnte als ein möglicher Hinweis auf Ungewissheit im Sinne von Knight und Keynes verstanden werden.

³⁵⁸ Der maßgebliche Objektpreis ist hier der in der Realität nur schwer zu beurteilende Objektpreis ohne jegliche „Lasten und Beschränkungen“. Vgl. Fisher (1992), S. 164-166.

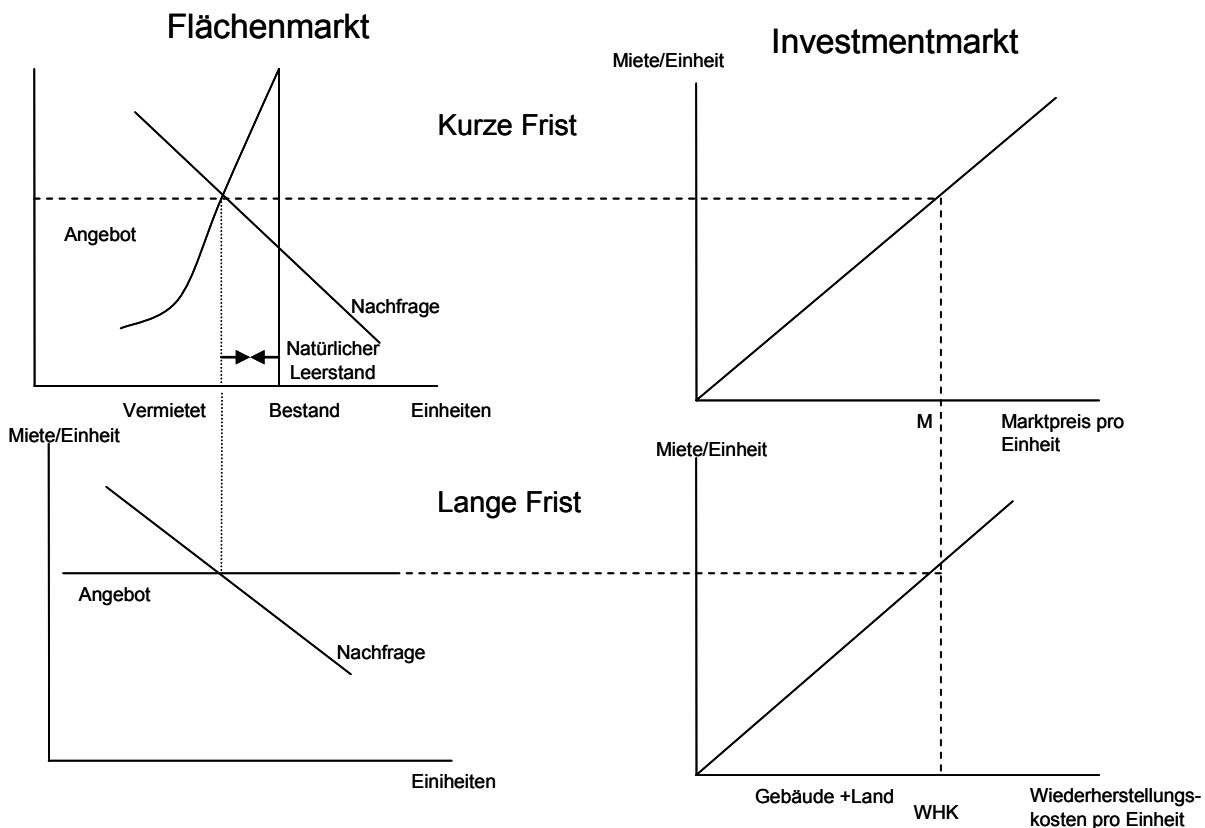


Abbildung 11: Das Fisher-Modell³⁵⁹

Darüber hinaus klassifiziert das Fisher-Modell das Zusammenspiel von Flächen- und Investmentmarkt über zwei Zeithorizonte hinweg, einen kurzfristigen und einen langfristigen Horizont. Den Anfang nimmt das Modell dabei mit dem Flächenmarkt im oberen linken Quadranten, der dem I. Quadranten bei DiPasquale-Wheaton sehr ähnelt. Auch hier ist das Flächenangebot kurzfristig festgelegt, jedoch wird nicht die gesamte Fläche absorbiert, sondern lediglich die Menge, die aufgrund der Ausprägung von Angebot und Nachfrage zu einem gleichgewichtigen Mietpreis abgesetzt werden kann. Die Differenz, die nicht vermietet wird, bezeichnet die gleichgewichtige Marktleerstandsrate, ein sehr wichtiges Konzept, das an späterer Stelle noch Beachtung finden wird.³⁶⁰ Ausgehend von dem gleichgewichtigen Mietpreis bestimmt sich im rechten oberen Quadranten über den Kapitalisierungszins der Objektprice. In der unteren Hälfte des Fisher-Modells schließlich entsteht eine Rückkoppelung auf den Projektentwicklungsmarkt, der hier ebenfalls als Teilbereich des Investmentmarktes verstanden

³⁵⁹ Quelle: Fisher (1992), S. 164.

³⁶⁰ Vgl. Punkt 3.1.3.1.

wird. Im Idealfall entsteht wie im DiPasquale-Wheaton-Modell ein Gleichgewicht in allen vier Quadranten.³⁶¹

3.1.1.4 Das Archer-Ling-Modell

Archer und Ling entwarfen ebenfalls ein Modell, mit dem sie die Verbindungen zwischen Flächen- und Investmentmarkt darstellen (vgl. Abbildung 12). Ihr Ziel war es, die Schwächen früherer Modelle wie des DiPasquale-Wheaton-Modells oder des Fisher-Modells zu berücksichtigen. Dabei stand vor allem die Endogenisierung des Kapitalisierungszinssatzes im Vordergrund, da dieser bisher exogen vorgegeben worden war, nicht aber aus dem Modell heraus erklärt werden konnte. Zu diesem Zweck unterteilt das Archer-Ling-Modell den Investmentmarkt in einen Immobilieninvestmentmarkt und einen allgemeinen Kapitalmarkt, so dass hier statt zweier Märkte drei Märkte Beachtung finden. Auf diese Weise wird es ermöglicht, die Determinanten immobilienpezifischer Diskontierungszinssätze im Zeitablauf in das Modell zu integrieren.³⁶²

Grundsätzlich führen auf dem Flächenmarkt im Rahmen des Archer-Ling-Modells ähnliche Anpassungsmechanismen zur Ableitung des Flächenmarktgleichgewichts in Form eines Mietpreises. Ebenso wie im Fisher-Modell wird zusätzlich berücksichtigt, dass dieser Mietpreis risikobehaftet ist, wobei das Risiko des erwarteten Kapitalrückflusses durch den Grad der Ungewissheit bezüglich zukünftiger Flächenmarktgleichgewichte und die Kovarianz der Kapitalrückflüsse mit systematischen volkswirtschaftlichen Risikofaktoren bestimmt wird. Im Investmentmarkt setzt sich der Kapitalisierungszins aus der nominalen risikofreien Zinsrate, die dem allgemeinen Kapitalmarkt entstammt, und einem Risikozuschlag für das wahrgenommene Risikoprofil der Immobilie zusammen, der anteilig aus dem allgemeinen Kapitalmarkt und dem Immobilieninvestmentmarkt abgeleitet wird.³⁶³ Da es Immobilieninvestoren aufgrund der Ungewissheit schwer fällt, einen angemessenen Diskontierungszinssatz abzuleiten, tendieren sie im Rahmen dieses Modells dazu, sich in ihren Anforderungen an den Anforderungen vergleichbarer Investoren zu orientieren.³⁶⁴ Der Ansatz enthält demnach im Gegensatz zu den Modellen von DiPasquale-Wheaton und Fisher deutliche subjektive Komponenten.

³⁶¹ Vgl. Fisher (1992), S. 166-168.

³⁶² Vgl. Archer/Ling (1997), S. 7f.

³⁶³ Die Risikoprämie hängt zum einen von dem Risikoprofil der Immobilie selbst ab, zum anderen aber von den Risikoprämien auf alternative Anlagemöglichkeiten, bspw. auf Aktien und Anleihen, die ein ähnliches Risikoprofil aufweisen.

³⁶⁴ Vgl. Archer/Ling (1997), S. 8-10.

Sobald der immobilienpezifische Diskontierungszinssatz feststeht, wird der Wert der Immobilie als Vielfaches des gegenwärtigen operativen Kapitalrückflusses³⁶⁶ bestimmt. Die Höhe des Multiplikators bzw. seines Kehrwertes, des Kapitalisierungszinssatzes richtet sich wiederum nach den erwarteten Veränderungen im operativen Kapitalrückfluss, der Höhe des Diskontierungszinssatzes und steuerlichen Effekten.³⁶⁷ Schließlich bestimmt die Höhe des ermittelten Objektwertes im Verhältnis zu den Herstellungskosten die Aktivität am Projektentwicklungsmarkt, der hier lediglich am Rande behandelt wird.

3.1.1.5 Praktische und empirische Besonderheiten

Bei allen drei dargestellten Modellen gilt es zu beachten, dass sie zwar die jeweiligen Gleichgewichtsbeziehungen zwischen den einzelnen Submärkten erfassen, die zum Erreichen des Gleichgewichtszustandes notwendigen Anpassungsmechanismen im Zeitablauf jedoch allenfalls ansatzweise berücksichtigen. Veränderungen einer modell-internen oder modellexternen Variablen führen in der Praxis nur mit einer erheblichen zeitlichen Verzögerung zu Impulsen auf einzelnen inhaltlichen Teilmärkten. Diese Impulse wirken sich ihrerseits wiederum nach einer erneuten Verzögerung auf weitere Teilmärkte aus, so dass Immobilienmärkte dazu tendieren, zyklisch zu reagieren und sich im kontinuierlichen Ungleichgewicht zu bewegen.³⁶⁸ Die Unterscheidung zwischen einem kurzfristigen und einem langfristigen Gleichgewicht auf dem Investmentmarkt spielt dabei eine große Rolle, da ein kurzfristiges Gleichgewicht durch Markträumung und zu einem Preis erreicht wird, bei dem jeder Verkäufer einen Käufer findet. Davon abzugrenzen ist jedoch ein langfristiges Gleichgewicht, das besteht, sofern die markträumenden Preise den Herstellungskosten entsprechen. Es ist daher möglich, dass es bspw. zwischen Mietpreissignalen und Objektpreissignalen auf der einen Seite und der Erstellung neuer Flächen auf der anderen Seite zu einer Überreaktion kommt, die dazu führt, dass Objektpreise zunächst ein starkes Wachstum erleben, dann aber unter die Grenze der Herstellungskosten sinken.³⁶⁹ Unter bestimmten Umständen werden diese Verzögerungsmechanismen, die vor allem in den folgenden Punkten Beachtung finden werden, noch verstärkt, so dass die Verbindung zwischen den inhalt-

³⁶⁶ Bei dem operativen Kapitalrückfluss handelt es sich um das so genannte net operating income (NOI), den Kapitalrückfluss, der sich aus dem Bruttokapitalrückfluss nach Berücksichtigung von Leerständen, Mietausfallwagnis und operativen Kosten ergibt. Vgl. Brueggeman/Fisher (1997), S. 241f.

³⁶⁷ Vgl. Archer/Ling (1997), S. 11.

³⁶⁸ Vgl. Pyhrr/Roulac/Born (1999), S. 44; Mueller (1999), S. 134f.

³⁶⁹ Vgl. Dokko et al. (1999), S. 74; Archer/Ling (1997), S. 11f.

lichen Teilmärkten außer Kraft gesetzt scheint und eine Abkoppelung, ein so genannter disconnect, entsteht.

Gemäß den vorangehend dargestellten Modellen gehen hohe Leerstände und niedrige Mietpreise auf dem Flächenmarkt zeitnah mit niedrigeren Objektpreisen einher, da der kapitalisierbare Geldstrom sinkt und der Kapitalisierungszins aufgrund eines auf ein gestiegenes Risiko zurückgehenden, höheren Diskontierungszinssatzes ansteigt.³⁷⁰ Dieser Zusammenhang lockerte während der achtziger Jahre in den Vereinigten Staaten von Amerika auf, da die Objektpreise trotz kontinuierlich zunehmender Leerstands-raten und sinkender Mietpreise stark anstiegen. Auslöser dieser Entwicklung waren dabei vor allem der Economic Recovery Tax Act, ein Steuererlass aus dem Jahr 1981, als dessen Begleiterscheinung die Immobilienengagements privater Investoren und damit die Zahl der steuergetriebenen Projektentwicklungen sprunghaft zunahmen. Gleichzeitig erfuhr die Mehrheit der Banken im Bereich der Unternehmensfinanzierung eine zunehmende Konkurrenz durch die Kapitalmärkte, während vor allem international operierende Institute Verluste bei Krediten an Entwicklungsländer hinnehmen mussten. Die Entwicklung spekulativer Immobilienprojekte wurde somit auch auf Fremdkapital-seite durch ein übertriebenes Angebot an Immobilienkrediten gefördert, wobei das nachfragebedingte starke Ansteigen der Immobilienpreise eine nicht vorhandene Si-cherheit in der Kreditvergabe suggerierte.³⁷¹ Beide Effekte überkompensierten gemein-sam die Erhöhung der Risikoprämie als Reaktion auf die durch ansteigende Objektpreise und eine weitgehend uneingeschränkte Verfügbarkeit von Fremdkapital ausgelöste, überproportionale Zunahme der Flächenbestände und damit der Leer-standsraten. Aus diesen und anderen Gründen³⁷² kam es schließlich gegen Ende der achtziger Jahre zu einer heftigen Konsolidierung in Form einer landesweiten Immo-bilienkrise.³⁷³

Am Anfang des neuen Jahrtausends erlebten die nordamerikanischen und andere Immobilienmärkte eine Wiederholung des Phänomens, da die Kapitalisierungszinssät-

³⁷⁰ Eine Studie auf dem britischen Markt ergab bspw. am Investmentmarkt eine Reaktionsgeschwindig-keit von einem Quartal auf Veränderungen im Flächenmarkt. Vgl. Tsolacos/Keogh/McGough (1997), S. 25.

³⁷¹ Vgl. Holzmann/Rottke (2005), S. 321; Fergus/Goodman Jr. (1994), S. 7.

³⁷² Nach der Rücknahme der Steuergesetzänderung verschwanden die Anreize für Privatleute, massiv in Immobilien zu investieren. Die Nachfrage ließ jedoch nicht nach, da zunächst amerikanische insti-tutionelle Investoren auf der Suche nach attraktiven Anlagemöglichkeiten vermehrt den Immobilien-markt entdeckten und anschließend ausländische Immobilieninvestoren zunehmend in Amerika investierten. Vgl. Mueller (2002), S. 119f.

³⁷³ Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (1997), S. 161f; Shilling (1997), S. 283-285; Corcoran (1987), S. 17-21.

ze merklich sanken, während Leerstandsdaten vor dem Hintergrund des durch die Wertpapiermärkte ausgelösten, abrupten wirtschaftlichen Abschwunges anstiegen. Neben einem tiefen Marktzinsniveau ging der Anstieg der Objektpreise jedoch in diesem Fall nicht auf steuerliche Effekte und damit verbundene Fehlallokationen von Kapital zurück, sondern auf eine verstärkte Kapitalmarktanbindung der Immobilienmärkte über Real Estate Investment Trusts (REITs) und Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS). Die im Vergleich zu anderen Anlageklassen wie Aktien höhere relative Vorteilhaftigkeit des Rendite-Risiko-Profiles von Immobilien sorgte dabei für einen verstärkten Kapitalzufluss in das Immobiliensegment. Hinzu kam ein starker Wettbewerb zwischen Fremdkapitalgebern, der die Fremdkapitalzinsen weiter sinken ließ und dadurch die Attraktivität fremdfinanzierter Immobilientransaktionen erhöhte.³⁷⁴ Auch in diesem Fall hatten die Flächenmärkte ihren Einfluss auf den Kapitalisierungszins und damit auf die Objektpreise nicht verloren, jedoch wurde der Effekt ansteigender Leerstände durch die Impulse aus dem Kapitalmarkt überkompensiert. Es wird somit deutlich, dass Veränderungen des Kapitalisierungszinssatzes und damit der Objektwerte sowohl durch den Flächenmarkt bestimmt werden als auch durch den allgemeinen Kapitalmarkt. Sowohl in den achtziger Jahren als auch zwanzig Jahre später lassen sich daher die Unterschiede zwischen Signalen auf Flächen- und Investmentmärkten im Rahmen der vorgestellten Modelle erklären.³⁷⁵ Dieser auch von Archer und Ling angeführte Umstand verdient größte Beachtung bei der Diskussion über die Existenz eines möglichen disconnects auf Immobilienmärkten.

Zusammenfassend muss jedoch beachtet werden, dass die Verbindungen zwischen einzelnen inhaltlichen Teilmärkten zwar bestehen, aber nicht mechanisch ablaufen, sondern flexibel zu interpretieren sind. Erst unter diesen Umständen gelingt es, das Phänomen des Immobilienzyklus in seiner Komplexität als Resultat der Beziehungen zwischen Flächen-, Investment- und Projektentwicklungsmarkt zu verstehen.³⁷⁶ Aus diesem Grund können die drei Modelle zwar nur langfristigen, bzw. idealtypischen Charakter besitzen, sie erweisen sich jedoch im weiteren Verlauf der Arbeit als sehr nützlich für das Verständnis inhaltlicher Einflüsse der verschiedenen Variablen und Marktteilnehmer.

³⁷⁴ Vgl. Schulte/Boll (2005), S. 30; Linneman (2004), S. 5-12; Lowrey (2004), S. 52f; Muldavin (2002), S. 9; o. V. (2004c), S. 5f.

³⁷⁵ Vgl. Sivitanides/Torto/Wheaton (2003), S. 6.

³⁷⁶ Vgl. Key et al. (1994), S. 81.

3.1.2 Das Phänomen des Immobilienzyklus

Zyklische Schwankungen von Bauvolumina, Leerstandsrate, Miet- und Objektpreisen bilden einen festen Bestandteil aller typologischen und regionalen Immobilienmärkte. Wie eingangs angedeutet, erweisen sie sich als problematisch, da Immobilien als Teil des Kapitalstocks einer Volkswirtschaft wichtige Produktionsfaktoren darstellen, an denen es im allgemeinen gesamtwirtschaftlichen Aufschwung tendenziell mangelt, die jedoch im konjunkturellen Abschwung im Übermaß vorliegen. Betrachtet man Immobilien weiterhin als Anlageobjekte, so stehen sie für einen Großteil der Vermögenswerte einer Volkswirtschaft. Die Bau- und Immobilienwirtschaft stellt drittens einen bedeutenden Arbeitgeber dar, so dass Immobilienzyklen mit bedeutsamen wirtschafts- und beschäftigungspolitischen Konsequenzen einhergehen können.³⁷⁷ Viertens weist der Immobiliensektor eine Vielzahl von Verbindungen zu anderen Bereichen der Gesamtwirtschaft auf, die dafür verantwortlich sind, dass eine Immobilienkrise oft in Verbindung mit einer Krise in einem anderen Sektor, in vielen Fällen dem Bankensektor, auftritt.³⁷⁸ Zudem zeigte sich fünftens, dass Immobilienzyklen nicht mehr allein als ein lokales Phänomen angesehen werden dürfen, da Transmissionsmechanismen entstanden sind, die internationale Immobilienmärkte zunehmend vernetzen. So erfuhren in den Jahren 1991 und 1992 neben den Vereinigten Staaten eine Vielzahl anderer Länder wie Großbritannien und Japan Immobilienkrisen, die für viele Immobilieninvestoren die Vorteilhaftigkeit internationaler Diversifikation in Frage stellten.³⁷⁹ Aufgrund der wirtschaftlichen Globalisierung, die sich unter anderem durch internationalen Handel und die gegenseitige Abhängigkeit der Aktienmärkte äußert, und der Zunahme grenzüberschreitender Immobilieninvestitionen ist davon auszugehen, dass immobilienbezogene globale Konjunkturschwankungen zukünftig eher zu- als abnehmen werden.³⁸⁰ Alle fünf Gründe machen daher eine intensive Beschäftigung mit dem Phänomen Immobilienzyklen notwendig.

Die in Abschnitt 1.4 beschriebene Uneinheitlichkeit in der Immobilienzyklusforschung hat dazu geführt, dass der Begriff des Immobilienzyklus in der Literatur unterschiedlich angewendet und zur Beschreibung des Verlaufes verschiedener Variablen eingesetzt wird.³⁸¹ Folglich scheint es, als ob ein Immobilienzyklus an sich nicht besteht, sondern der Immobilienmarkt vielmehr einer Vielzahl von unterschiedlichen interdependenten

³⁷⁷ Vgl. Tichy (1994), S. 21.

³⁷⁸ Beispielsweise traten Immobilienkrisen in Verbindung mit Bankenkrisen in den Vereinigten Staaten, Schweden, Japan und Thailand auf. Vgl. Herring/Wachter (1999), S. 30-64.

³⁷⁹ Vgl. Case/Goetzmann/Rouwenhurst (2000), S. 12; Goetzmann/Wachter (1995), S. 2.

³⁸⁰ Vgl. Baum (2000), S. 8; Pyhrr/Roulac/Born (1999), S. 52-54.

³⁸¹ Vgl. Pyhrr/Roulac/Born (1999), S. 29.

Zyklen und deren Entwicklung ausgesetzt ist. Erschwerend kommt hinzu, dass scheinbar jede einzelne Stadt über eigene, vom Verlauf her unterschiedliche Zyklen verfügt, die nicht zwangsläufig mit regionalen oder nationalen Verlaufsmustern übereinstimmen, und dass auch für unterschiedliche Objekttypen unterschiedliche zyklische Muster zu beobachten sind.³⁸² Soweit bekannt ist, wurde der Begriff des Immobilienzyklus in der Literatur erst einmal umfassend im Rahmen eines Forschungsprojektes der RICS definiert:³⁸³

„Property cycles are recurrent but irregular fluctuations in the rate of all-property total return, which are also apparent in many other indicators of property activity, but with varying leads and lags against the all-property cycle.“³⁸⁴

Die vorliegende Definition wurde direkt aus der in Punkt 2.1.1 angeführten Definition von Burns und Mitchell abgeleitet, so dass Konjunktur auf Immobilienmärkten implizit mehr als ein Phänomen der Streuung und weniger als ein Phänomen der Nachfrage aufgefasst wird. Im Gegensatz zu dem Vorgehen von Burns und Mitchell sahen die Autoren jedoch davon ab, die Bewegungen einer Vielzahl verschiedener Datenreihen zu einem synthetischen gleichlaufenden Konjunkturindikator, dem Referenzzyklus, zu aggregieren.³⁸⁵ Statt dessen legten sie fest, dass die Gesamtrendite des betrachteten Immobilienbestandes am Markt repräsentativ für das Phänomen des Immobilienzyklus sei, da sie sowohl Elemente des Flächenmarktes – Mietzahlungen – als auch Elemente des Investmentmarktes – Wertänderungen – enthält.³⁸⁶ Implizit geht damit die für die vorliegende Arbeit bedeutsame Annahme einher, dass die Gesamtrendite der Maßstab sei, dessen Entwicklung eine Einteilung der „many indicators of property activity“ in vorlaufende, gleichlaufende und nachlaufende Konjunkturindikatoren erlaube. Dieser definitorische Fortschritt sollte jedoch nicht überbewertet werden, da die Definition nicht determiniert, auf welche Zeitreihen sich die Erforschung von Immobilienzyklen – Datenverfügbarkeit vorausgesetzt – beschränken sollte. Die internationalen Forschungsleistungen in diesem Bereich zeigen sich demnach weiterhin wenig einheitlich. Vor diesem Hintergrund ist nachvollziehbar, dass unter 118 durch das ebs Department of Real Estate an der ebs befragten deutschen Immobilienmarktteilnehmern kein Konsens in Bezug auf das Phänomen des Immobilienzyklus und auf seine wichtigsten Teilaspekte bestand (vgl. Abbildung 13).

³⁸² Vgl. Dokko et al. (1999), S. 69; Pyhrr/Roulac/Born (1999), S. 44, 47; Wheaton (1999), S. 228; Hoyt (1947), S. 52-54.

³⁸³ Vgl. Wernecke/Rottke/Holzmann (2004), S. 173; Rottke/Wernecke/Schwartz (2003), S. 331; Pyhrr/Roulac/Born (1999), S. 29.

³⁸⁴ Key et al. (1994), S. 9.

³⁸⁵ Vgl. hierzu auch die Kritik unter Punkt 5.2.1.

³⁸⁶ Vgl. Thomas (1997), S. 184-191; Key et al. (1994), S. 13-15.

Welche Begriffe verbinden Sie mit "Immobilienzyklus" am ehesten (max. 3)?

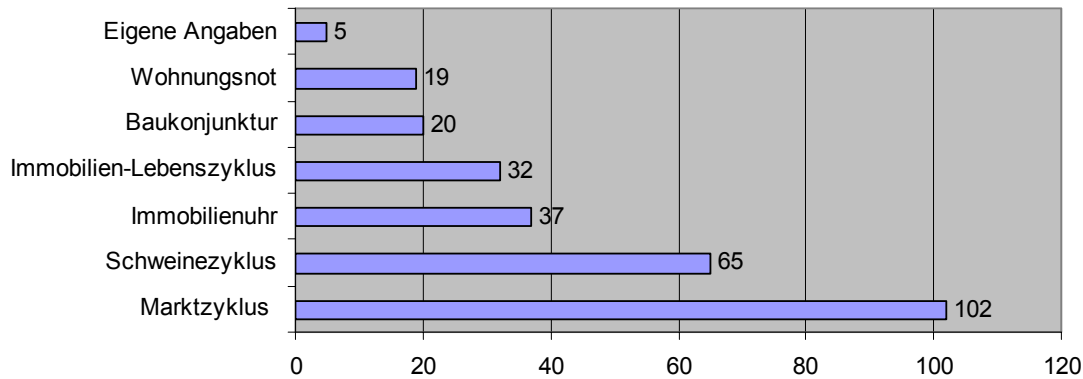


Abbildung 13: Mit Immobilienzyklen assoziierte Begriffe³⁸⁷

Mueller, einer der international führenden Forscher im Bereich der Immobilienkonjunktur, führt die internationale Uneinigkeit und den vergleichsweise langsamen Fortschritt bei der Untersuchung von Immobilienzyklen darauf zurück, dass zu oft versucht wird, die Einflüsse aus Flächenmarkt und Investmentmarkt zusammenzufassen und als ein singuläres Phänomen zu präsentieren. Konjunktur auf Immobilienmärkten kann jedoch nicht im Aggregat untersucht werden, sondern ist durch zwei unterschiedliche Zyklen gekennzeichnet, einen physischen Immobilienzyklus und einen finanziellen Immobilienzyklus, die zusammen dafür sorgen, dass die konjunkturelle Entwicklung im Zeitablauf als ein derartig uneinheitliches und inkonsistentes Phänomen erscheint.³⁸⁸ Für ein Verständnis des Phänomens des Immobilienzyklus erweist es sich somit als notwendig, beide Zyklen und die ihnen innewohnenden Mechanismen und Eigenheiten getrennt voneinander zu untersuchen.³⁸⁹ Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund der Tatsache, dass bisher nur wenige theoretische Erkenntnisse über die Beschaffenheit der Wirkungszusammenhänge zwischen den einzelnen Immobilienzyklen vorliegen.³⁹⁰ Erst eine derartige isolierte Betrachtungsweise schafft diejenigen Grundlagen, die die angemessene Strukturierung eines qualitativen vorlaufenden Konjunkturindikators

³⁸⁷ Quelle: Wernecke/Rottke/Holzmann (2004), S. 179.

³⁸⁸ Vgl. Mueller (1995), S. 47.

³⁸⁹ Manche Forscher propagieren darüber hinaus noch eine gesonderte Betrachtung des Projektentwicklungsmarktes, der in mehreren der in Punkt 3.1.1 dargestellten Modelle unter dem Investmentmarkt subsumiert wurde. Vgl. Key et al. (1994), S. 3. Eine derartige Einteilung darf nicht vernachlässigen, dass der Projektentwicklungsmarkt aufgrund der Bereitstellung von Flächen einen erheblichen Einfluss auf das Flächenangebot am Flächenmarkt ausübt.

³⁹⁰ Vgl. Pyhrr et al. (2003), S. 10.

sowie die Ableitung einer adäquaten Referenzgröße auf Immobilienmärkten ermöglichen. Sie ist Gegenstand der folgenden Punkte.

3.1.3 Die Ursachen des Immobilienzyklus

3.1.3.1 Physische Immobilienzyklen

Der Flächenmarkt ist derjenige Teilmarkt, der von Beobachtern aus Forschung und Praxis vielfach als der zentrale Auslöser zyklischer Schwankungen auf Immobilienmärkten angesehen wird. Aufgrund der späten Anbindung der Immobilienmärkte an die internationalen Kapitalmärkte kann der physische Immobilienzyklus daher als der ältere Immobilienzyklus bezeichnet werden. Im Wesentlichen beschreibt er die Dynamiken des Teilmarktes, auf dem das Angebot von und die Nachfrage nach zeitlich begrenzten Rechten zur Nutzung von Raum gehandelt werden.³⁹¹ Seine aussagekräftigsten Variablen stellen die Leerstandsrate und der Mietpreis dar. Wie in anderen Bereichen der Immobilienökonomie herrscht auch hier ein gewisses Maß an Unklarheit vor, da unter diesen Termini eine Vielzahl von unterschiedlichen Konzepten zusammengefasst wird. Differenzen zwischen unterschiedlichen Leerstandsraten oder Mietpreisen in demselben Markt können bspw. auf verschiedene begriffliche Definitionen³⁹² oder auf eine unterschiedliche Abgrenzung innerhalb der im Einzelfall betrachteten Region und Untertypologie zurückgehen.³⁹³ Dies gilt umso mehr für die Vielzahl an internationalen Aufsätzen, auf die sich der gegenwärtige Forschungsstand stützt. Aus Gründen der Übersichtlichkeit wird daher erst im Zusammenhang mit der Ableitung einer geeigneten Zielzeitreihe für einen deutschen immobilienbezogenen qualitativen Konjunkturindikator in Punkt 5.2.1 definitorische Klarheit geschaffen.

Wie bereits unter Punkt 3.1.1.3 im Rahmen der Erläuterung des Fisher-Modells angedeutet, kommt innerhalb der Schwankungsbreite der Leerstandsrate auf einem typologisch und regional abgesteckten Teilmarkt der natürlichen bzw. strukturellen Leerstandsrate eine besondere Bedeutung zu.³⁹⁴ Dieser besondere Stellenwert erklärt sich vor allem über die Beziehung zwischen der natürlichen Leerstandsrate und der Entwicklung der realen Mietpreise: „the optimal or natural vacancy rate in any market

³⁹¹ Vgl. Wernecke (2004), S. 56.

³⁹² Dieser Punkt bezieht sich nicht nur auf die Begriffe Leerstand und Mietpreis, sondern auch auf wichtige Teilparameter wie Flächenangaben.

³⁹³ Vgl. Porten (2004), S. 3.

³⁹⁴ Vgl. die Begriffe „natural vacancy“ (Rosen/Smith (1983), S. 779), „structural vacancy“ (Sivitanides (1997), S. 195), „equilibrium vacancy“ (Vandell (2003), S. 245), „long-term average occupancy“ (Mueller (1999), S. 135) oder „long-run equilibrium occupancy“ (McDonald (2000), S. 62).

can be defined as that rate at which there is no excess demand nor excess supply and hence the rent is at its long-run equilibrium.³⁹⁵ Erst nach Über- oder Unterschreitung der natürlichen Leerstandsrate verlassen die realen Mietpreise ihr gleichgewichtiges Niveau.³⁹⁶ Nachdem dieser Zusammenhang schon früh in der volkswirtschaftlichen Literatur für Wohnungsmärkte postuliert worden war,³⁹⁷ konnte er mit zunehmender Transparenz – vor allem auf den datenreichen Immobilienmärkten der Vereinigten Staaten, teilweise aber auch Australiens und Großbritanniens – für unterschiedliche typologische Teilmärkte empirisch nachgewiesen werden.³⁹⁸

Die Faktoren, die die Höhe der natürlichen Leerstandsrate bestimmen, sind vielfältig und umfassen auf Wohnimmobilienmärkten bspw. den durchschnittlichen Flächenumsatz, das Bevölkerungswachstum, die Mobilität der Bevölkerung, die Volatilität der Nachfrage, das Niveau der Suchkosten, die Höhe der Betriebskosten leerer Gebäude, die Kosten neuer Vertragsabschlüsse sowie die durchschnittlichen Vertragslängen.³⁹⁹ Allgemeiner formuliert hängt die natürliche Leerstandsrate von den Faktoren ab, die darüber bestimmen, wie schnell neue Flächen auf den Markt kommen und wie lange der Leerstand im Durchschnitt andauert.⁴⁰⁰ Aufgrund der Vielzahl der Determinanten der natürlichen Leerstandsrate und der komplexen Beziehung zwischen Leerstandsrate und Mietpreisen wirkt sich eine Veränderung der Leerstandsrate nicht unmittelbar auf den Mietpreis aus, sondern erst mit einer zeitlichen Verzögerung.⁴⁰¹ Auch hat sich gezeigt, dass die Stärke der Rückkoppelung der Leerstandsrate auf die Mietpreise

³⁹⁵ Vgl. Rosen/Smith (1983), S. 782. Clapp bezeichnete 1993 die Entdeckung der natürlichen Leerstandsrate auf Büroimmobilienmärkten als den wichtigsten wissenschaftlichen Fortschritt in der Büromarktforschung während der vergangenen 15 Jahre. Vgl. Clapp (1993), S. 27.

³⁹⁶ Vgl. Wernecke (2004), S. 60; Hendershott/MacGregor/Tse (2002), S. 169; Belsky/Goodman (1996), S. 312.

³⁹⁷ Vgl. Maisel (1963), S. 367; Blank/Winnick (1953), S. 192.

³⁹⁸ Entsprechende Studien für Wohnimmobilienmärkte umfassen Jud/Frew (1990); Gabriel/Nothaft (1988); Rosen/Smith (1983). Empirische Untersuchungen auf Gewerbeimmobilienmärkten unternahmen Tse/Fischer (2003); Vandell (2003); Hendershott/Lizieri/Matysiak (1999); Sivitanides (1997); Voith/Crone (1988); Wheaton/Torto (1988); Rosen (1984). Mehrere der genannten Studien ergaben zudem, dass natürliche Leerstandsrate sowohl in typologischer als auch in regionaler Hinsicht unterschiedlich ausfallen und im Zeitablauf Veränderungen unterliegen.

³⁹⁹ Vgl. Gabriel/Nothaft (1988), S. 427f; Rosen/Smith (1983), S. 780, 784; Maisel (1963), S. 367.

⁴⁰⁰ Vgl. Belsky/Goodman (1996), S. 312. Diese Aussage gilt analog für gewerbliche Immobilienmärkte, auf denen einige der genannten Faktoren ebenfalls maßgeblich wirksam sein werden, während neue, typologiespezifische hinzukommen. Teilweise wird in der Literatur betont, dass für die Höhe der natürlichen Leerstandsrate in vielen Fällen nicht gegenwärtige Werte, sondern erwartete Werte maßgeblich sind, da nur positive Aussichten Projektentwickler und Eigentümer dazu bewegen, neuen Raum zu erstellen und bereitzuhalten. Vgl. Vandell (2003), S. 246; Voith/Crone (1988), S. 437. Auf diese Weise interpretiert gleicht der aufgrund der natürlichen Leerstandsrate unvermietete Raum der Lagerhaltung in einem industriellen Fertigungsprozess bzw. im Einzelhandel. Vgl. Clapp (1993), S. 31-34.

⁴⁰¹ Unter anderem entsteht aufgrund von nichtkündbaren Mietverträgen in vielen Fällen eine zeitlich befristete Diskrepanz zwischen beiden Werten. Hinzu treten Faktoren wie Intransparenz, die Ungewissheit bezüglich der tatsächlichen Mieterhöhungsspielräume und die Wettbewerbsintensität zwischen Vermietern, die eine optimale Anpassung der Mieten an die Leerstandsrate im Wege stehen können. Vgl. Wernecke (2004), S. 66f; Rosen/Smith (1983), S. 783.

durch eine Veränderung des die Höhe der natürlichen Leerstandsrate bestimmenden wirtschaftlichen Umfelds vorübergehend Wandlungen unterliegen kann.⁴⁰² Berücksichtigt man diese Besonderheiten, so erweist sich das Zusammenspiel von Leerstandsrate und Mietpreisen als geeignet, um das Phänomen des physischen Immobilienzyklus zu beschreiben und schematisch – analog zum allgemeinen Konjunkturzyklus⁴⁰³ – in mehrere Phasen zu unterteilen.

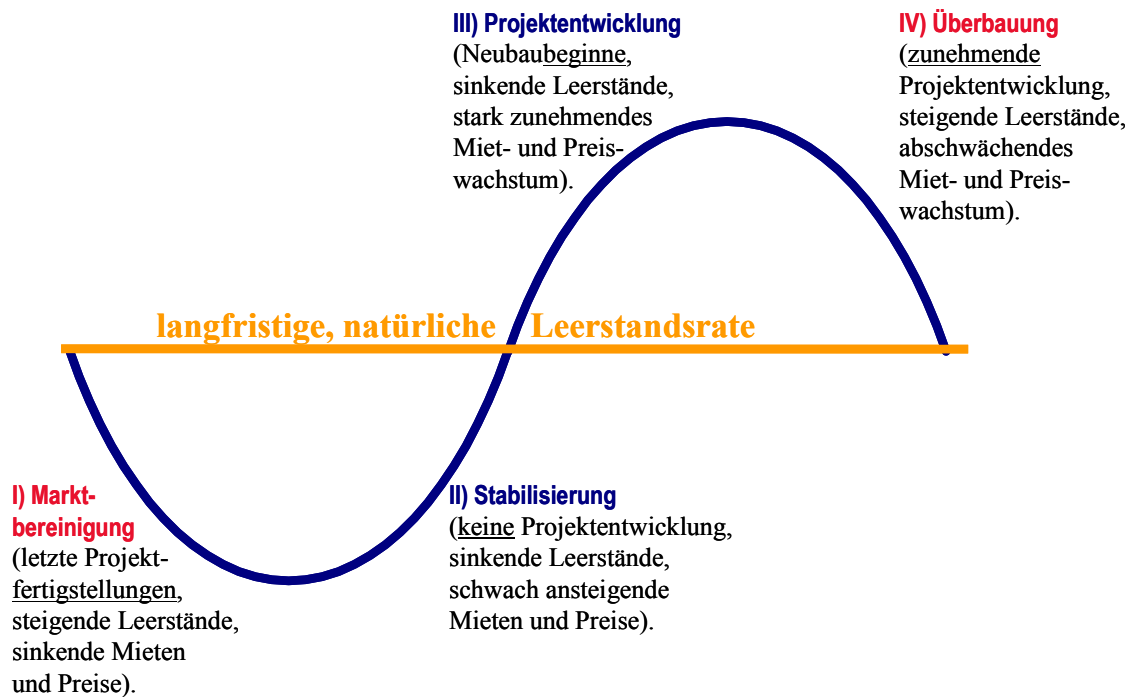


Abbildung 14: Vier Phasen des physischen Immobilienzyklus⁴⁰⁴

Die Mietwachstumstheorie von Mueller greift ebenfalls auf das Konzept der natürlichen Leerstandsrate zurück, interpretiert jedoch die Beziehung zwischen Leerstandsrate und Mietpreisen auf alternative Weise. Ihr zufolge determiniert vor allem die Wachstumsrate der Mietpreise die durch den Vermietungsstand⁴⁰⁵ ausgedrückte gegenwärtige Position im physischen Immobilienzyklus. Auf diese Weise lassen sich vier Phasen des Zyklus unterscheiden (vgl. Abbildung 14).⁴⁰⁶ Während der ersten beiden Phasen

⁴⁰² Bspw. erklären Belsky und Goodman auf diese Weise das vermeintliche Paradoxon von hohen Leerstandsrate und hohen Mietpreisen auf US-amerikanischen Immobilienmärkten während der achtziger Jahre. Vgl. Belsky/Goodman (1996), S. 308.

⁴⁰³ Vgl. Punkt 2.1.1.

⁴⁰⁴ Quelle: Mueller (1999), S. 134.

⁴⁰⁵ Der Vermietungsstand errechnet sich, indem man von 100% die Leerstandsrate abzieht.

⁴⁰⁶ Die folgenden Ausführungen wurden in Bezug auf Fachtermini in Anlehnung an Wernecke übersetzt. Vgl. Wernecke (2004), S. 41-44.

„Marktstabilisierung“ und „Projektentwicklung“ übersteigt die Wachstumsrate der Nachfrage die Wachstumsrate des Angebots, was sich in sinkenden Leerstandsrate niederschlägt. Umgekehrt verhält es sich in den letzten beiden Phasen „Überbauung“ und „Marktbereinigung“, die durch einen ausgeprägteren Anstieg des Angebots im Vergleich zur Nachfrage sowie einen Anstieg der Leerstandsrate gekennzeichnet sind.

Beide Wachstumsraten entsprechen sich im Rahmen dieses Konzepts lediglich während der oberen und unteren Wendepunkte des Zyklus. Dabei wird nur der obere Wendepunkt im Sinne eines Gleichgewichts, in dem sich Angebot und Nachfrage entsprechen, interpretiert.⁴⁰⁷ Neben den Wendepunkten dient die hier als long-term average occupancy (LTAO) bezeichnete natürliche Leerstandsrate dazu, die einzelnen Phasen voneinander zu trennen. Die Theorie besagt, dass die Wachstumsrate der Mietpreise oberhalb der LTAO die Inflationsrate übersteigt und unterhalb dieser Grenze weniger als die Inflationsrate beträgt. Da die natürliche Leerstandsrate – wie bereits angeführt – für unterschiedliche Regionen und Immobilientypen unterschiedlich ausfällt, beziehen sich die nachfolgenden Ausführungen nicht auf einen Immobilienmarkt insgesamt, sondern jeweils auf einen präzise abgesteckten Flächenmarkt.⁴⁰⁸

Die Marktstabilisierungsphase setzt am unteren Wendepunkt des physischen Immobilienzyklus ein und ist durch einen Zustand des Überangebots gekennzeichnet. Die Leerstandsrate hat zu diesem Zeitpunkt aufgrund von spekulativer Projektentwicklung während des vorangegangenen Zyklus und nachlassender Nachfrage ihren höchsten Wert erreicht. Üblicherweise wurden die letzten Projekte bereits fertig gestellt und es findet keine Projektentwicklung mehr statt. Eine allmählich wieder aufkommende Flächennachfrage beginnt das massive Überangebot aufzunehmen und führt im Verlauf der Stabilisierungsphase dazu, dass die Leerstandsrate allmählich sinkt. Nachdem sich diese Entwicklung als nachhaltig erweist, setzen die ersten Vermieter moderate Miet-

⁴⁰⁷ Der untere Wendepunkt wird nicht als gleichgewichtig interpretiert, da hier sowohl Angebot als auch Nachfrage ein Wachstum von nahezu Null aufweisen. Vgl. Mueller (1999), S. 135. An dieser Stelle wird der Hauptunterschied zu der bereits angeführten Definition von Rosen und Smith deutlich. Im Gegensatz zu den letzten beiden Autoren betrachtet Mueller die natürliche Leerstandsrate lediglich als vorübergehend erreichten Punkt, an dem sich Angebot und Nachfrage keineswegs entsprechen. Zwar wird auch in den Ausführungen von Mueller an dieser Stelle ein wichtiger Punkt im Mietpreiszyklus erreicht, jedoch handelt es sich dabei nicht um ein langfristig gleichgewichtiges Mietpreisniveau, sondern um den Punkt, an dem das Mietwachstum die Höhe der Inflationsrate erreicht. Selbst inflationsbereinigt kann von Zyklus zu Zyklus kein identisches Mietpreisniveau erreicht werden, da Mietpreise trendbehaftet sind. Vgl. Matysiak/Tsolacos (2003), S. 215-218; D'Arcy/McGough/Tsolacos (1999), S. 312f; Dokko et al. (1999), S. 74-76. Das langfristig gleichgewichtige Mietpreisniveau ändert sich somit von Zyklus zu Zyklus, nicht jedoch zwangsläufig die trend- und inflationsbereinigte Position im Mietpreiszyklus. Diesem Umstand trägt Mueller Rechnung, indem er die Ausprägung des Trends über die Bildung von Wachstumsraten verringert.

⁴⁰⁸ Vgl. Mueller (2001), S. 1-6; Mueller (1999), S. 134f.

erhöhungen durch, die jedoch geringer als die Inflationsrate ausfallen. Nachdem die LTAO überschritten wurde und die zunehmende Nachfrage das Flächenangebot verknappt, übersteigt das Mietwachstum in der Projektentwicklungsphase die Inflationsrate. Die Mietpreise erreichen ein Niveau, das aus Sicht der Projektentwickler ausreicht, um die Kosten zu decken, so dass der Bau neuer Projekte aufgenommen werden kann. Aufgrund der zeitlichen Verzögerung zwischen Beginn und Fertigstellung der neuen Projekte hält das Nachfragewachstum an, während das Angebot kurzfristig festgelegt bleibt. In der Folge erhöht sich das Mietwachstum und die Mietpreise steigen weiter. Historisch betrachtet kann sich die Projektentwicklungsphase auf diese Weise – in Abhängigkeit von den Antriebskräften der Nachfrage – über einen langen Zeitraum erstrecken. Sie endet sobald der bereits beschriebene obere Wendepunkt erreicht wurde.⁴⁰⁹

Die Überbauungsphase ist dadurch gekennzeichnet, dass der Nachfrageanstieg zwar anhält, jedoch inzwischen weniger stark ausfällt als die durch die sukzessiv fertig gestellten Projektentwicklungen bestimmte Zunahme des Flächenangebots. Die Tatsache, dass die Leerstände sich immer noch auf einem sehr geringen Niveau bewegen und dass die Mietpreise weiterhin ansteigen, führt im Regelfall dazu, dass die Marktteilnehmer den Übergang von der Projektentwicklungs- in die Überbauungsphase erst spät bemerken. Somit wird weiterhin mit der Erstellung neuer Projekte begonnen bis sich die Leerstandsrate ihrem langfristigen Niveau und das Mietpreiswachstum der Inflationsrate ausreichend angenähert haben. In der Folge werden keine neuen Projektentwicklungen mehr aufgenommen, jedoch hält die Zunahme des Flächenangebots aufgrund der zeitlichen Verzögerung bis zur Fertigstellung weiterhin an. Nachdem die LTAO unterschritten wurde, beginnt die Marktbereinigungsphase, in der das Mietwachstum weiter sinkt und oftmals negative Werte annimmt.⁴¹⁰ Die Dauer und Ausprägung dieser Phase wird weitestgehend durch die Anzahl der Flächen im Bau und die Entwicklung der Nachfragedeterminanten bestimmt. Sie endet, sobald die letzten projektierten Flächen den Markt erreicht haben und das Wachstum des Angebots aus- und hinter der Entwicklung der Nachfrage zurückbleibt.⁴¹¹

Die vorangegangenen Ausführungen veranschaulichen bereits die Kernelemente des physischen Immobilienzyklus. Dabei stellt sich die Frage, wie die Einflussfaktoren

⁴⁰⁹ Vgl. Mueller (1999), S. 136f; Mueller (1995), S. 48f.

⁴¹⁰ Teilweise wird dieses Absinken des Mietniveaus von Vermietern noch dadurch hinausgezögert, dass sie Mietern so genannte Incentives – bspw. mietfreie Zeiten – gewähren. Vgl. Wernecke (2004), S. 44.

⁴¹¹ Vgl. Mueller (2001), S. 6; Mueller (1999), S. 137f; Mueller (1995), S. 49f.

beschaffen sind, die ihm den Anstoß verleihen und seinen Verlauf dominieren. Nach Becker kann hier zwischen exogenen und endogenen Ursachen unterschieden werden.⁴¹² Die Tatsache, dass der Immobilienzyklus eine deutliche Verbindung zu der Entwicklung des allgemeinen Konjunkturzyklus aufweist, wird den exogenen Ursachen zugerechnet. Diese Verbindung geht bei Gewerbeimmobilien auf den Umstand zurück, dass sie Produktionsfaktoren darstellen, auf die bei der Leistungserstellung im Rahmen des Kerngeschäfts nicht verzichtet werden kann. Sofern also die Nachfrage nach den angebotenen Leistungen ansteigt, erhöht sich auch der für eine Befriedigung dieser Nachfrage notwendige Flächenbedarf in Form von zusätzlichen Produktions- oder Dienstleistungsflächen.⁴¹³ Dieser Mechanismus greift jedoch erst mit zeitlicher Verzögerung, da die langfristige vertragliche Bindung und ein Umzug hohe Transaktionskosten implizieren und ein oft erforderlicher Standortwechsel erst am Ende eines Mietvertrages erfolgt.⁴¹⁴ Der zusätzliche Flächenbedarf wird daher erst nach Ablauf einer gewissen Zeitspanne nachfrage- und damit konjunkturwirksam. Der Konjunkturzyklus stellt auf diese Weise die exogene Hauptantriebskraft eines physischen Immobilienzyklus dar.⁴¹⁵

Die endogenen Ursachen sorgen dafür, dass ein Immobilienzyklus, der einmal begonnen hat, aus sich selbst heraus fortwährt. Sie sind maßgeblich für die Entstehung zyklischer Übertreibungen auf Immobilienmärkten verantwortlich.⁴¹⁶ Wie bereits mehrfach betont wurde, erweist sich das Flächenangebot auf Immobilienmärkten in kurzfristiger Hinsicht als Konstante.⁴¹⁷ Die wichtigsten Einflüsse gehen in diesem Zusammenhang von drei Arten von zeitlichen Verzögerungen aus, die Immobilien-

⁴¹² Vgl. Becker (1998), S. 48-50.

⁴¹³ Vgl. Bone-Winkel/Schulte/Focke (2005), S. 11-15; Ball/Lizieri/MacGregor (1998), S. 197-199.

⁴¹⁴ In der Regel wird zunächst der Versuch unternommen, den erhöhten Flächenbedarf intern durch Überstunden und andere Maßnahmen aufzufangen. Anschließend folgen die kurzfristige Anmietung von unzusammenhängenden Flächen und schließlich der Umzug und die damit verbundene Zusammenlegung aller Einzelflächen. Umgekehrt werden Mieter probieren, während eines konjunkturellen Abschwunges nicht mehr benötigte Flächen zunächst unterzuvermieten und nach Ablauf des Mietvertrages den gegenwärtigen Flächenbestand zu verringern. Vgl. Wheaton (1987), S. 285-288. Hinzu kommt besonders im zweiten Fall eine Verzögerung aufgrund der gerade in Deutschland eingeschränkten Möglichkeit die für die Leistungserstellung notwendigen Produktionsfaktoren – insbesondere im Dienstleistungsgeschäft – kurzfristig an die Geschäftslage anzupassen.

⁴¹⁵ Vgl. Wernecke/Rottke/Holzmann (2004), S. 180; Nabarro/Key (2003), S. 2f; Key et al. (1994), S. 82. Hierbei darf jedoch nicht übersehen werden, dass die für einzelne Immobilienarten maßgeblichen Einflussfaktoren unterschiedlich ausfallen und sich daher nicht jede konjunkturelle Entwicklung auf alle Typologien gleichermaßen auswirkt. Vgl. o. V. (2004c), S. 4f. Zwar existieren noch weitere exogene Einflussfaktoren vor allem der Rahmenbedingungen, die die Politik und den Strukturwandel umfassen. Sie werden aus Gründen der inhaltlichen Fokussierung der Analyse auf einzelnen Gruppen klar zurechenbarer regelmäßiger Einflussfaktoren nicht weiter erläutert. Für eine detaillierte Beschreibung vgl. Wernecke (2004), S. 86-94. Fremd- und eigenkapitalbezogene exogene Faktoren, die Einfluss auf den physischen Immobilienzyklus nehmen, werden im nachfolgenden Punkt diskutiert. Vgl. Punkt 3.1.3.2.

⁴¹⁶ Vgl. Ball/Lizieri/MacGregor (1998), S. 203-206; Becker (1998), S. 50; Key et al. (1994), S. 82.

⁴¹⁷ Vgl. Fisher (1992), S. 166.

märkten innewohnen und zu einer verzögerten Reaktion des Angebots auf die Nachfrage führen.⁴¹⁸ Dabei handelt es sich um die Verzögerung des Preismechanismus, die Verzögerung der Entscheidung und die Verzögerung der Konstruktion.⁴¹⁹ Wie bereits am Anfang dieses Punktes angeführt, führt zwar eine Erhöhung der Nachfrage bei einem gegebenen Flächenbestand zu einer Verringerung der Leerstandsrate, jedoch schlägt sich die Absorption – insbesondere in der Marktstabilisierungsphase – nicht sofort in einem steigenden Mietpreis nieder. Nachdem der Mietpreis das kostendeckende Niveau erreicht hat, kommt es zu einer Verzögerung der Entscheidung in der Form von internen Genehmigungsprozessen. Die bedeutendste Verzögerung jedoch entsteht durch den Prozess der Projektentwicklung selbst, der in Abhängigkeit von Art und Volumen des Projektes mehrere Jahre in Anspruch nehmen kann.⁴²⁰

Das Ausmaß der auf diese Weise determinierten zeitlichen Verzögerung hängt von zwei Aspekten ab. Erstens haben neben Vermietern insbesondere Projektentwickler aufgrund der unsicheren Marktumstände bei Fertigstellung des Projektes klare Anreize zu warten und sich von der Nachhaltigkeit der über den Preismechanismus ausgesendeten Signale zu überzeugen. Ein derartiges Verhalten führt jedoch zu einer Parallelisierung der Verhaltensweisen der Projektentwickler und vergrößert damit die aggregierte Menge an Raum, die mehr oder weniger gleichzeitig dem Markt zur Verfügung gestellt wird. In der Folge kommt es potenziell zu Angebotsschocks.⁴²¹ Auf der anderen Seite haben sie jedoch ebenfalls Anreize, das Erreichen des Niveaus der kostendeckenden Miete zu antizipieren und, sofern sie eine Fremdfinanzierung sicherstellen können, spekulative Projektentwicklungen aufzunehmen.⁴²² Welcher der beiden Effekte sich im Einzelfall einstellt, entzieht sich a priori einer Beurteilung. Zweitens fällt der endogene Immobilienzyklus umso stärker aus, je mehr sich die Projektentwickler am gegenwärtigen Niveau der Mieten und Preise orientieren und dieses in die Zukunft

⁴¹⁸ Vgl. Chinloy (1996), S. 174. Im Gegensatz zu der bereits angeführten Zeitverzögerung, mit der exogene Ursachen auf Immobilienmärkte einwirken, handelt es sich hier um zeitlich verschobene Wirkungszusammenhänge zwischen einzelnen Variablen der betrachteten Prozesse. Neben diesen Zeitverzögerungen führt Wernecke noch weitere wichtige endogene Faktoren auf: beschränkte Rationalität, Informationsineffizienz und Sondereffekte. Vgl. Wernecke (2004), S. 94f. Da auf die Rationalitäts- und Informationseffekte bereits im Rahmen des Punkts 2.1.2.4 eingegangen wurde, erfolgt an dieser Stelle keine weiterführende Diskussion. Stattdessen werden die Aspekte an passender Stelle in Punkt 3.2.1 und 3.2.2 wieder aufgegriffen. Dies gilt jedoch nicht für die Sondereffekte, auf deren Erörterung an dieser Stelle vor dem Hintergrund der Themenstellung dieser Arbeit verzichtet wird. Für eine weiterführende Diskussion vgl. Wernecke (2004), S. 118-123.

⁴¹⁹ Vgl. Rottke/Wernecke/Schwartz (2003), S. 329f; Schulte/Bone-Winkel/Rottke (2002), S. 79f.

⁴²⁰ Vgl. Wernecke (2004), S. 96-99. Insbesondere die Verzögerung durch den Prozess der Projektentwicklung hängt stark davon ab, ob die Phasen der Projektinitiierung und Projektkonzeption bereits abgeschlossen werden konnten oder erst noch bevorstehen. Vgl. hierzu Bone-Winkel/Isenhöfer/Hofmann (2005), S. 240-261.

⁴²¹ Vgl. Witkiewicz (2002), S. 61f.

⁴²² Vgl. Mueller (1995), S. 47f.

fortschreiben.⁴²³ Je stärker sie dies tun, desto vermeintlich unerwarteter und ausgeprägter stellt sich der Übergang in die Überbauungsphase des physischen Immobilienzyklus ein.

Die dargestellten exogenen und endogenen Einflussfaktoren auf Immobilienmärkten stellen wichtige Determinanten des physischen Immobilienzyklus dar. Dabei kann keine Aussage darüber getroffen werden, welcher Faktor einen maßgeblicheren Einfluss ausübt und auf welche Weise ihr Zusammenwirken den Verlauf des physischen Immobilienzyklus bestimmt.⁴²⁴ Daher ist nachvollziehbar, dass bspw. in Großbritannien die Erfahrung gemacht wurde, dass über 30 Jahre hinweg kein Zyklus dem anderen geglichen hat.⁴²⁵ Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, dass neben dem physischen der finanzielle Immobilienzyklus einen ausgeprägten Einfluss auf das Phänomen der Immobilienkonjunktur besitzt.

3.1.3.2 Finanzielle Immobilienzyklen

Im Gegensatz zum physischen Immobilienzyklus, der das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage nach Raum beschreibt, bringt der finanzielle Immobilienzyklus das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage nach Eigen- und Fremdkapital auf Immobilienmärkten zum Ausdruck. Er wird in stärkerem Maße noch als der Flächenmarktzyklus von Einflussfaktoren geprägt, die außerhalb des Immobilienmarktes und der ihm innewohnenden Prozesse angesiedelt sind. Zu ihnen gehören unter anderem die Kapitalkosten, Zinssätze, alternative Anlagemöglichkeiten und Wechselkurse. Insgesamt ergibt sich auf diese Weise ein komplexes Geflecht aus Variablen, dessen aggregierte Wirkungsweise eine Prognose erheblich erschwert.⁴²⁶ Hinzu kommt selbst auf den verhältnismäßig transparenten Immobilienmärkten der Vereinigten Staaten ein deutlicher Mangel an aussagekräftigen Daten, da sich die überwiegend privaten Transaktionen vielfach einer Dokumentation und damit einer wissenschaftlichen Analy-

⁴²³ Vgl. Becker (1998), S. 51f. Nachdem im Jahr 2000 die Wirtschaft in vielen Industrieländern aufgrund des einsetzenden Einbruchs an den Wertpapiermärkten in eine konjunkturelle Schieflage geriet, kam es an den Immobilienmärkten mit einer zeitlichen Verzögerung zu einem starken Überangebot an Raum. Vgl. Lowrey (2004), S. 59f. Projektentwickler hätten diese Entwicklung mehrere Jahre im Voraus antizipieren und damit ein besseres Verständnis der Wertpapiermärkte als die Wertpapier-spezialisten selbst demonstrieren müssen, um dieses Überangebot verhindern zu können. An dieser Stelle offenbart sich die eigentliche Problematik des endogenen Verzögerungsmechanismus.

⁴²⁴ Vgl. Becker (1998), S. 56.

⁴²⁵ Vgl. Key et al. (1994), S. 27.

⁴²⁶ Vgl. Mueller (1995), S. 50.

se entziehen.⁴²⁷ Abbildung 15 beschreibt tendenziell das Zusammenspiel von physischem und finanziellem Immobilienzyklus.

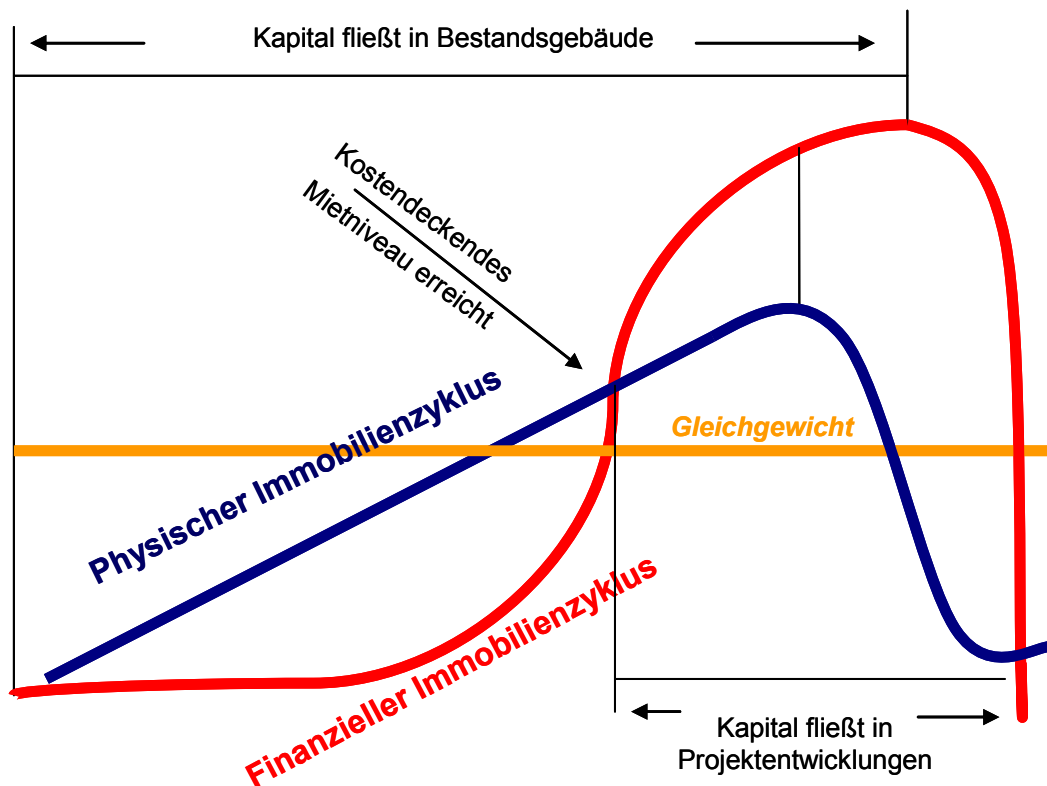


Abbildung 15: Zusammenspiel der beiden Immobilienzyklen⁴²⁸

Während der Marktstabilisierung steht nur wenig Kapital für Investitionen in Bestandsgebäude zur Verfügung, während der Kapitalfluss in neue Projektentwicklungen gänzlich unterbleibt. Die einzigen Investitionen, die zu diesem Zeitpunkt getätigt werden, gehen auf Marktteilnehmer mit einer sehr risikotoleranten Anlagepolitik zurück, die darauf abzielen, Objekte dann zu erwerben, wenn aufgrund hoher Leerstände und geringer Mieten die Preise ihren Tiefpunkt erreicht haben.⁴²⁹ Derartige Transaktionen sind zumeist das Resultat einer finanziellen Schieflage von Verkäufern oder einer durch eine Bank initiierten Zwangsversteigerung. Nachdem die Mieten im Verlauf der Marktstabilisierungsphase langsam anfangen zu steigen, kehren auch weniger risikotolerante Eigenkapitalinvestoren auf den Markt zurück mit der Absicht, Immobilien unterhalb der Herstellungskosten zu erwerben. Mit dem Mietwachstum steigt die Zahl der am Markt aktiven Investoren langsam an und induziert bei gegebenem Bestand an

⁴²⁷ Vgl. Mueller (2002), S. 124.

⁴²⁸ Quelle: Mueller (1995), S. 50.

⁴²⁹ Überwiegend handelt es sich hier um so genannte Opportunity Funds. Vgl. Rottke/Holzmann (2003), S. 28f.

Investitionsgelegenheiten ein Preiswachstum. Die Intensität dieser Entwicklung potenziert sich in besonderem Maße in der Projektentwicklungsphase nachdem der kostendeckende Mietpreis erreicht und neue Projekte aufgenommen wurden. Das Preiswachstum hält unvermindert an, da aufgrund der im Punkt 3.1.3.1 beschriebenen Verzögerung ein Zeitraum von mehreren Jahren verstreicht bis der zusätzliche Bestand am Markt verfügbar ist.⁴³⁰

Nach Erreichen des oberen Wendepunktes des physischen Immobilienzyklus tendieren die Investoren dazu, weiterhin in Immobilien zu investieren. Ebenso wie bei den Projektentwicklern geht ein derartiges Verhalten darauf zurück, dass sich die Leerstandsdaten nahe ihrer Tiefststände bewegen und die Mieten weiterhin steigen, wenn auch mit abnehmender Wachstumsrate. Die Liquidität hält daher sowohl im Bestandsgeschäft als auch in der Projektentwicklung an bis sich die Anzeichen für ein Erreichen der Überbauungsphase verdichten und die Marktteilnehmer ihre Erwartungen senken. In der Folge sinken die Nachfragepreise und die Liquidität der Immobilienmärkte lässt stark nach, da Eigentümer nur zögerlich bereit sind, ihre Preisvorstellungen anzupassen und den verbleibenden Investoren eine dem Risiko entsprechende Verzinsung der Investition zu ermöglichen. In der Vergangenheit fiel das wahrgenommene Verlustrisiko dabei vielfach so hoch aus, dass die Nachfrage nach Investitionsobjekten vollständig zum Erliegen kam und die Preise einbrachen.⁴³¹

Neben Investoren spielen in erheblichem Maße auch die Fremdkapitalanbieter und unter diesen insbesondere die Banken eine wichtige Rolle im finanziellen Immobilienzyklus. Ihr Einfluss beschränkt sich jedoch nicht auf die Bereitstellung von Fremdmitteln für die direkte Akquisition von Bestandsimmobilien und für die Entwicklung von Neubauprojekten. Er umfasst vielmehr weitere Aktivitäten wie die Vergabe von mit Immobilien besicherten Firmenkrediten, die Kapitalvergabe an Institutionen, die ihrerseits Immobilienkredite vergeben sowie die Eigenkapitalinvestition in Immobilien.⁴³² Bei der Fremdkapitalvergabe besteht in noch stärkerem Maße als im Fall der Investoren ein Unterschied zwischen dem Bestandsgeschäft und dem risikoreicheren Neubaugeschäft.⁴³³ Während fast alle Banken, die im Immobilienbereich tätig sind, Fremdkapital – in Abhängigkeit von der Lage am Flächenmarkt – für den Erwerb bestehender und

⁴³⁰ Vgl. Mueller (1995), S. 50f.

⁴³¹ Vgl. Mueller (1995), S. 51.

⁴³² Vgl. Hilbers/Lei/Zacho (2001), S. 6, 29. Insbesondere im letzten Fall verschwimmen die Grenzen zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern vollständig.

⁴³³ Die beiden Zeitspannen „capital flows to existing properties“ und „capital flows to new construction“ finden demgemäß analoge Anwendung auf die Fremdkapitalvergabe. Vgl. Abbildung 15.

vermieteter Gebäude bereitstellen, fällt die Zahl der Banken mit einer Bereitschaft zu Engagements in der Projektentwicklung deutlich geringer aus.⁴³⁴ In beiden Fällen wird das Kreditvergabeverhalten der Bank stark von der Verwertbarkeit der Immobilie sowie von ihrer Ertragskraft bestimmt. Es richtet sich insbesondere nach der loan to value ratio (LTV) – der Relation zwischen Immobilienpreisen bzw. -werten und dem vergebenen Kreditvolumen – sowie nach der debt coverage ratio (DCR) – dem Verhältnis von operativem Kapitalfluss und Schuldendienst.⁴³⁵ Zyklische Entwicklungen der Preise und Mieten stehen daher in direktem Zusammenhang mit der Entwicklung des Kreditvolumens.⁴³⁶

Die kurzfristige Kreditvergabe zur Finanzierung von Projektentwicklungen stellt einen wichtigen exogenen Antriebsfaktor auf Flächenmärkten dar.⁴³⁷ Teilweise findet sich in der Literatur die pointierte Aussage, dass das verfügbare Kreditvolumen die Erstellung neuer Flächen nicht nur indirekt ermöglicht, sondern direkt auslöst: „a developer will build if someone else will finance the project.“⁴³⁸ Wie in Punkt 3.1.1.5 angeführt, war ein derartiges Phänomen unter anderem kennzeichnend für die Entwicklung auf nord-amerikanischen Immobilienmärkten während der achtziger Jahre und die damit verbundene Immobilienkrise.⁴³⁹ Umgekehrt kann sich das verfügbare Kreditvolumen jedoch auch überproportional hemmend auf die Bereitstellung neuer Flächen und damit auf den physischen Immobilienzyklus auswirken. Ein so genannter „credit crunch“ liegt dann vor, wenn das Fremdkapitalvergabeverhalten der Banken konservativer ausfällt, als es die Position im Immobilienzyklus rechtfertigt.⁴⁴⁰ Er entstand bspw. am Anfang der neunziger Jahre auf den von nachlassender Dynamik gekennzeichneten Immobilienmärkten sowohl in den USA als auch in Kanada und Großbritannien.⁴⁴¹

⁴³⁴ Vgl. Jeffers (2001), S. 135. Die Projektentwicklung erweist sich in diesem Zusammenhang als risikobehafteter, da der Erfolg der Herstellung und des Verkaufs schwer sicherzustellen sind. Im Gegensatz dazu erweisen sich vor allem vermietete Bestandsimmobilien als vergleichsweise risikoarm. Vgl. Paschedag (2002), S. 71.

⁴³⁵ Vgl. Iblher et al. (2005), S. 584f; Edwards (2002), S. 135f; Brueggeman/Fisher (1997), S. 164-166, 317f, 384; Greer (1993), S. 116f.

⁴³⁶ Es konnte jedoch empirisch nachgewiesen werden, dass das BIP, die Zinssätze und die Fertigstellungen der Projektentwicklungen die eigentlichen Treiber hinter der Entwicklung des Kreditvolumens darstellen. Zwar erklären sowohl die loan to value ratio als auch die debt coverage ratio für sich genommen Variationen im Kreditvolumen, jedoch reduziert sich ihr Beitrag deutlich sobald die drei genannten Variablen in das Modell eingeführt werden. Vgl. Anderson/Hess/Liang (2001), S. 4.

⁴³⁷ Vgl. Wernecke (2004), S. 83f; Nabarro/Key (2003), S. 7.

⁴³⁸ Giliberto (1992), S. 485.

⁴³⁹ Vgl. Fergus/Goodman Jr. (1994), S. 7; Giliberto (1992), S. 490; Sahling (1991), S. 43f. Ein Zusammenhang kann dabei jedoch nicht nur kurzfristig zwischen der Fremdmittelvergabe und dem Niveau der Projektentwicklung festgestellt werden, sondern ebenso mittelfristig zwischen der Fremdmittelvergabe und der Quote der Kreditausfälle. Vgl. Mejia (1999), S. 192.

⁴⁴⁰ Vgl. Weber/Devaney (1999), S. 3f; Fergus/Goodman Jr. (1994), S. 6.

⁴⁴¹ Vgl. Wagster (1999), S. 136-138. Betroffen war hier nicht nur die Projektentwicklung, sondern auch das Bestandsgeschäft.

Da in beiden Fällen das Fremdkapitalangebot auf Immobilienmärkten die konjunkturellen Tendenzen verstärkt, spricht man auch von einer prozyklischen Fremdkapitalvergabe.⁴⁴² Nachfrageseitig gilt grundsätzlich der in Punkt 3.1.1 vorgestellte Mechanismus, dass Fremdkapital für Projektentwicklungen nachgefragt wird, sobald die Immobilienpreise die Herstellungskosten übersteigen bzw. sobald das kostendeckende Mietpreisniveau erreicht ist.⁴⁴³

Die längerfristige Finanzierung des Erwerbs von Bestandsimmobilien beginnt bereits zu einem früheren Zeitpunkt im physischen Immobilienzyklus. In Analogie zu den Zyklen des Flächenangebots und der Investitionsnachfrage kommt auch hier in mehrfacher Hinsicht der endogene Verzögerungsmechanismus zum Tragen. Aufgrund des kurzfristig gegebenen Bestandes an Immobilien entsteht ein gesteigertes Mietpreiswachstum, das die Investitionsnachfrage erhöht und damit die Nachfrage nach Fremdkapital. Die Preise steigen und induzieren eine Ausweitung des Fremdkapitalangebots, die zunächst auf einen erweiterten Kreditschöpfungsrahmen aufgrund einer als konstant angenommenen LTV zurückgeht.⁴⁴⁴ Zusätzlich vergrößert das Preiswachstum das Fremdkapitalangebot, da sich in dem Maße, in dem Banken selbst Eigenkapital in Immobilien investiert haben, ihr regulatorisches Eigenkapital erhöht. Die Folge ist eine weitere Verstärkung des Preiswachstums,⁴⁴⁵ da sich die Verfügbarkeit von Fremdkapital nicht nur stimulierend auf die Projektentwicklung, sondern auch auf die Investitionen auswirkt.⁴⁴⁶ Dieser Mechanismus kehrt sich um, nachdem der Eintritt in die Überbauphase – auch hier mit Verspätung⁴⁴⁷ – deutlich wird. Steigende Leerstandsrate und ein nachlassendes Mietpreiswachstum führen schließlich zu einer Stagnation der Preisentwicklung, die sich negativ auf das Angebot von Fremdkapital auswirkt. Gleichzeitig sinken die Nachfrage nach Bestandsinvestitionen und somit gleichermaßen das Eigenkapitalangebot und die Fremdkapitalnachfrage. Aufgrund der dargestellten Wirkungszusammenhänge wird eine kontinuierliche Abwärtsentwicklung der Immobilienpreise in Bewegung gesetzt, die sich negativ auf die Immobilienmärkte auswirkt und

⁴⁴² Vgl. Wernecke (2004), S. 84.

⁴⁴³ Vgl. Abbildung 15; Hofmann (2001), S. 7f; DiPasquale/Wheaton (1992), S. 188f. Wie bereits im Punkt 3.1.3.1 dargestellt, werden manche Projektentwickler bereits in Antizipation dieses Punktes spekulative Projektentwicklungen aufnehmen sofern sie eine Fremdfinanzierung sicherstellen können.

⁴⁴⁴ Vgl. Chinloy (1996), S. 175.

⁴⁴⁵ Vgl. Hilbers/Lei/Zacho (2001), S. 29. Dieser Mechanismus wird in der Literatur auch als „financial accelerator“ bezeichnet. Vgl. Hofmann (2001), S. 7f.

⁴⁴⁶ Vgl. Herring/Wachter (2003), S. 220.

⁴⁴⁷ Da das Mietpreiswachstum zwar positiv ist, aber nachlässt, bleibt kurzfristig auch das Wachstum der Immobilienpreise erhalten. Diese Entwicklung verdeckt zunächst die Verschlechterung der Marktverhältnisse und damit der Qualität der die Kreditforderungen besichernden Immobilien.

über eine Einschränkung des Kreditschöpfungsrahmens auch auf andere Bereiche der Volkswirtschaft übergreift.⁴⁴⁸

Die vorangegangenen Darstellungen belegen, dass es sich bei dem finanziellen Immobilienzyklus um ein äußerst komplexes Phänomen handelt, das eng mit dem physischen Immobilienzyklus verzahnt ist. Analog zu den Ausführungen in Punkt 3.1.3.1 hängt auch hier das Ausmaß der zyklischen Bewegung davon ab, inwiefern sich die Kapitalgeber bei ihren Entscheidungen von gegenwärtigen Preisen leiten lassen.⁴⁴⁹ Der Zusammenhang zwischen Flächenmarkt und Investmentmarkt tritt jedoch nicht immer deutlich zutage. Dieser Umstand geht erstens darauf zurück, dass der finanzielle Immobilienzyklus mit einem zeitlichen Abstand zum physischen Immobilienzyklus verläuft.⁴⁵⁰ Zweitens wird das Engagement von Eigen- und Fremdkapitalgebern auch von exogenen Einflussfaktoren wie alternativen Anlagemöglichkeiten und Veränderungen der maßgeblichen Rahmenbedingungen bestimmt. Diese Aussage gilt einerseits für die Gruppe der Investoren, die bspw. trotz der bis vor kurzem deutlich sichtbaren Abschwungphase auf internationalen Flächenmärkten aufgrund der relativen Attraktivität von Immobilieninvestitionen über steigende Anlagevolumina die Stabilität der Preise gewährleistet hat.⁴⁵¹ Auf der anderen Seite gilt sie jedoch auch für die Fremdfinanzierer, die bspw. nach der Umsetzung der ersten Eigenmittelempfehlung des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht in den Vereinigten Staaten im Jahre 1989 vielfach gezwungen waren, die Kreditvergabe auf Immobilienmärkten stark zu verringern.⁴⁵² Damit einher ging indirekt eine Einschränkung der Geschäftstätigkeit derjenigen Marktteilnehmer, die nicht über die Möglichkeit der öffentlichen Kapitalaufnahme verfügen und auf Bankkredite angewiesen sind.

⁴⁴⁸ Vgl. Herring/Wachter (2003), S. 223; Key et al. (1994), S. 91f.

⁴⁴⁹ Vgl. Davis/Zhu (2004), S. 19.

⁴⁵⁰ Vgl. Mueller (2002), S. 124; Mueller (1999), S. 138.

⁴⁵¹ Vgl. Louargand/Gately (2004), S. 365-367; Muldavin/D'Andrea (2002), S. 34. Gegenwärtig scheint es sogar so, als ob die Kapitalzuflüsse anhalten und in Teilbereichen zunehmen. Vgl. Downs (2004), S. 52.

⁴⁵² Vgl. Weber/Devaney (1999), S. 23f; Peek/Rosengren (1996), S. 67-70; Peek/Rosengren (1994), S. 56f. Um die geforderte und vielfach nicht vorhandene risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung in Höhe 8% zu erreichen, standen den Banken prinzipiell die Möglichkeiten zur Verfügung, den Eigenkapitalanteil zu erhöhen oder besonders eigenkapitalintensive Vermögensgegenstände zu liquidieren. Vielfach machten betroffene Institute von der zweiten Option Gebrauch gemacht, indem sie die Kreditvergabekriterien verschärften und vorhandene Kredite nicht verlängerten. Vgl. Peek/Rosengren (1994), S. 42-44.

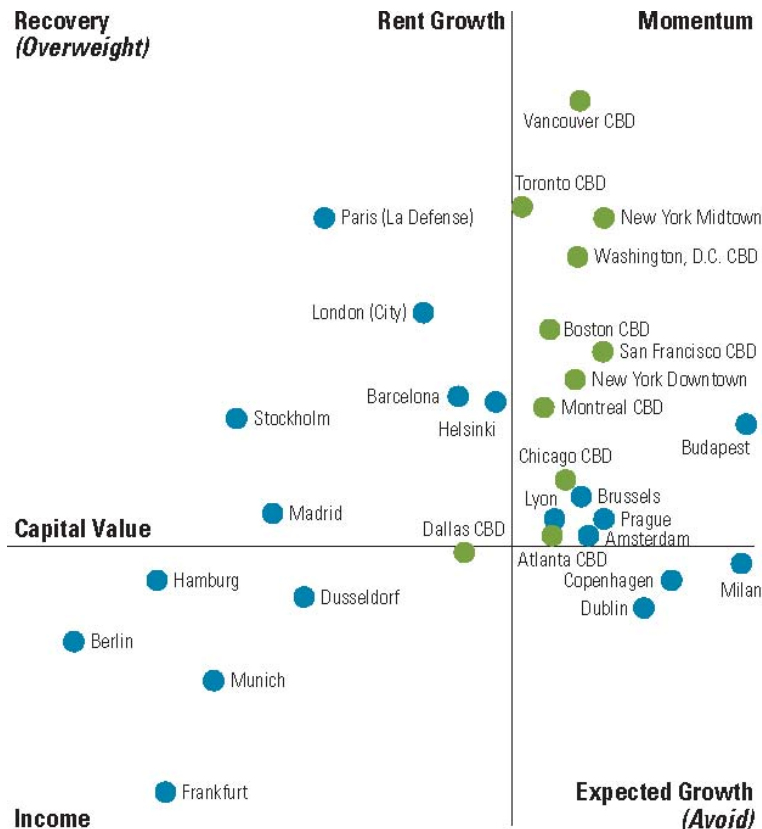


Abbildung 16: The LaSalle Grid⁴⁵³

Insgesamt besteht somit ein wechselseitiger Wirkungszusammenhang zwischen Flächen- und Investmentmärkten sowie zwischen einzelnen Kapitalquellen innerhalb des finanziellen Immobilienzyklus. Zusätzlich muss jedoch ein wechselseitiger Wirkungszusammenhang zwischen finanziellen Immobilienzyklen und dem exogenen System an sich Beachtung finden. So zeigen internationale Studien, dass in der Vergangenheit sowohl auf Wohn- wie auch auf Gewerbeimmobilienmärkten ein starker Anstieg der Immobilienpreise oft einer Krise im Finanz- und Bankensystem vorausging.⁴⁵⁴ „Real estate cycles may occur without banking crises. And banking crises may occur without real estate cycles. But the two phenomena are correlated in a remarkable number of instances [...] in both advanced industrial and emerging economies.“⁴⁵⁵ Systemumspannende Finanzkrisen hemmen jedoch das Wirtschaftswachstum insgesamt und damit diejenigen Impulse, die als exogene Einflussfaktoren die konjunkturelle Entwicklung des physischen Immobilienzyklus determinieren. Alle drei Wirkungsmechanismen

⁴⁵³ Quelle: LaSalle Investment Management (2005), S. 9f.

⁴⁵⁴ Vgl. Borio/Lowe (2003), S. 250-256; Collins/Senhadi (2003), S. 115-120; Hilbers/Lei/Zacho (2001), S. 29f; Quigley (2001), S. 141-143; Herring/Wachter (1999), S. 74-76; Quigley (1999), S. 13-19.

⁴⁵⁵ Herring/Wachter (2003), S. 217.

demonstrieren zusammengefasst eindrucksvoll die Wichtigkeit, zwischen physischen und finanziellen Immobilienzyklen zu differenzieren und sie sowohl einzeln als auch im Wechselspiel zu beobachten und zu interpretieren. Als besonders innovativ erweist sich in diesem Zusammenhang die in Abbildung 16 dargestellte Übersicht des weltweit aktiven Immobilieninvestors LaSalle Investment Management, die westliche Immobilienmärkte nach dem zu erwartenden Mietpreiswachstum und dem Niveau der Immobilienpreise kategorisiert.

3.2 Immobiliengeschäftsklimaindikatoren

3.2.1 Allgemeine Aussagekraft

3.2.1.1 Vorbemerkung

In Punkt 2.1.2 wurde im Rahmen unterschiedlicher Theorien untersucht, welche Rolle Beurteilungen und Erwartungen bei der Entstehung des allgemeinen Konjunkturzyklus zugeschrieben wird. In neueren Theorien – vor allem in der realen Konjunkturtheorie und den auf ihr aufbauenden Ansätzen – dominiert das Konzept der rationalen Erwartungen nach Muth. Es fußt auf zwei zentralen Annahmen bezüglich des Informationsverarbeitungsprozesses der Marktteilnehmer und den ihnen zur Verfügung stehenden Informationen. Zusammen bewirken sie, dass der psychologische Faktor keinen besonderen Beitrag zur Erklärung von Konjunkturschwankungen leisten kann. Wie die Diskussion in Punkt 2.1.2.4 gezeigt hat, existieren alternative Erklärungsansätze, die jeweils eine der beiden Prämissen auflösen. In beiden Fällen erhöht sich in signifikantem Ausmaß die Dimension des Einflusses der Erwartungen auf den Konjunkturverlauf. Insgesamt lassen sich auf diese Weise vier Szenarien ableiten mit unterschiedlichen Konsequenzen für die Bedeutung des psychologischen Faktors. Für die vorliegende Arbeit stellen sich daher zwei Fragen. Erstens ist zu untersuchen, welchen Nutzen qualitative Konjunkturindikatoren in jedem einzelnen der Szenarien stiften. Zweitens gilt es zu ergründen, welche Voraussetzungen auf Immobilienmärkten vorliegen und welche Rolle Erwartungen demnach im Immobilienzyklus spielen können. Erst die Beantwortung dieser beiden Fragestellungen ermöglicht eine Beurteilung des Nutzens, der mit der Konzeption eines qualitativen Konjunkturindikators auf Immobilienmärkten verbunden ist.

Bevor die erste Frage beantwortet werden kann, ist es notwendig, die beiden Prämissen, die die Szenarien bestimmen, zu benennen und zu spezifizieren. Wie bereits angeführt, trifft die Theorie der rationalen Erwartungen die Annahme, dass die Erwar-

tungen der Wirtschaftssubjekte nicht nur einzelwirtschaftlich als rational angesehen werden können, sondern im Aggregat die wahre Struktur der Wirtschaft beschreiben. Während das traditionelle Verständnis von Rationalität sich auf eine Übereinstimmung von Information, Ziel und Handlung beschränkt, geht das Rationalitätsverständnis von Muth daher weiter. Es erfordert, dass die subjektiven Wahrscheinlichkeitsverteilungen, derer sich alle Wirtschaftssubjekte bei ihren Erwartungen bedienen, insgesamt der tatsächlichen Wahrscheinlichkeitsverteilung entsprechen, die die Ereignisse, auf die sich die Erwartungen beziehen, bestimmt.⁴⁵⁶ Diese Identität wird dadurch ermöglicht, dass die Marktteilnehmer einerseits über das die Volkswirtschaft bestimmende Modell informiert sind und andererseits alle vorhandenen Informationen optimal verarbeiten.⁴⁵⁷ Rationalität beinhaltet daher vor allem die vollständige und optimale Ausnutzung aller verfügbaren Informationen bei der Erwartungsbildung.⁴⁵⁸ Sie ist fortan gemeint, wenn im Rahmen der vier Szenarien von der Prämisse der Rationalität gesprochen wird.⁴⁵⁹ Demgegenüber liegt eingeschränkte Rationalität vor, wenn die aggregierten Erwartungen der Marktteilnehmer keine vollständige und optimale Verarbeitung verfügbarer Informationen widerspiegeln.

Die zweite Prämisse betrifft die Verfügbarkeit von Informationen über die Beschaffenheit und Funktionsweise der Volkswirtschaft.⁴⁶⁰ Für die Ableitung der Szenarien wird an dieser Stelle auf die bereits eingeführte Differenzierung zwischen unterschiedlichen Wahrscheinlichkeiten nach Knight zurückgegriffen.⁴⁶¹ Prinzipiell unterscheidet er zwischen drei Arten von Wahrscheinlichkeiten, der a priori-Wahrscheinlichkeit, der statistischen Wahrscheinlichkeit und der Schätzung. Bei der a priori-Wahrscheinlichkeit

⁴⁵⁶ Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1053; Muth (1961), S. 316. Aus diesem Grund wurde mehrfach kritisiert, dass der Begriff der „rationalen Erwartungen“ irreführend sei und die Theorie vielmehr den Namen der „konsistenten Erwartungen“ bzw. der „korrekten Erwartungen“ verdient hätte. Vgl. Machlup (1983), S. 174; Simon (1978), S. 10.

⁴⁵⁷ Vgl. Brav/Heaton (2002), S. 575f. Derartige Annahmen haben jedoch axiomatischen Charakter und beschreiben nicht das in der Realität tatsächlich beobachtbare Verhalten, sondern einen Idealzustand. Vgl. Oppenländer (2002), S. 12; Tichy (1992), S. 48f.

⁴⁵⁸ Brav und Heaton weisen in diesem Zusammenhang vor allem auf Friedman (1979) hin. Darin bemerkt der Nobelpreisträger, dass der Unterschied zwischen Rationalität und rationalen Erwartungen hauptsächlich in der Unterscheidung zwischen der Ausnutzung der Information und der Verfügbarkeit der Information begründet liegt. Ein ähnliches Verständnis findet sich auch in Lucas Jr. (1975), S. 1121. Die in entsprechenden Modellen anzutreffende vollständige Ausnutzung der zur Verfügung stehenden Informationen abstrahiert teilweise von Informationskosten und wird daher in der Literatur nicht immer als rational bezeichnet, sondern teilweise als potenziell irrational kritisiert. Vgl. Kirchgässner (1982), S. 215.

⁴⁵⁹ Auf eine genaue Spezifizierung des Rationalitätsbegriffs für die nachfolgende Diskussion wird an dieser Stelle verzichtet. Erstens würde eine Verflechtung nicht ohne weiteres kompatibler Theorien die Darstellung der vier Szenarien über Gebühr verkomplizieren. Zweitens ist Rationalität im Sinne bspw. einer objective expected utility – vgl. von Neumann/Morgenstern (1944) – oder einer subjective expected utility – vgl. Savage (1954) – nicht von einer Vorstellung über Informationsverfügbarkeit zu trennen. Vgl. Mongin (1998), S. 342. Gerade eine derartige Trennung ist hier jedoch erforderlich.

⁴⁶⁰ Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1053.

⁴⁶¹ Vgl. Punkt 2.1.2.2.

handelt es sich um Wahrscheinlichkeitsaussagen über Ereignisse unter absolut identischen Rahmenbedingungen, für die die „wahre“ Wahrscheinlichkeit bekannt ist.⁴⁶² Bei der statistischen Wahrscheinlichkeit handelt es sich um empirisch ermittelte Aussagen über den Zusammenhang zwischen einzelnen Ereignissen in der Vergangenheit, deren Rahmenbedingungen nicht als vollständig identisch angesehen werden können. Eine Projektion des festgestellten Zusammenhanges in die Zukunft erfordert unter diesen Umständen eine Annahme bezüglich seiner Konstanz im Zeitablauf. Die Schätzung schließlich liegt vor, wenn keine Möglichkeit besteht, Ereignisse oder deren Rahmenbedingungen auf eine Weise zu klassifizieren, die objektive Analogien ermöglicht. Die Rahmenbedingungen weisen vielmehr Merkmale auf, die so einzigartig sind, dass keine bzw. keine ausreichende Anzahl an Daten ermittelbar ist, um eine statistische Wahrscheinlichkeit abzuleiten.⁴⁶³ Der Entscheider hat unter diesen Umständen über zwei Sachverhalte gleichzeitig zu befinden, erstens über die subjektive Wahrscheinlichkeit der Folgen seiner Handlungen an sich und zweitens über die Wahrscheinlichkeit, dass die subjektive Wahrscheinlichkeit korrekt ist. Die Handlung, die darauf basierend eingeleitet wird, hängt somit in gleichem Maße von der Schätzung selbst ab sowie von dem Vertrauen, das in ihre Richtigkeit gesetzt wird. Diese letzte Art von Wahrscheinlichkeit ist es, die Knight mit dem Begriff der Ungewissheit beschreibt. Risiko hingegen liegt vor, wenn Informationen zur Verfügung stehen, die eine empirische Ermittlung des Ausmaßes der Unsicherheit erlauben.⁴⁶⁴

Bevor genauer darauf eingegangen wird, welche Eigenschaften von Geschäftsklimaindikatoren im Rahmen der nachfolgenden vier Szenarien untersucht werden sollen, sind noch drei Einschränkungen in Bezug auf beide Prämissen zu beachten. Erstens stellt die Hypothese der rationalen Erwartungen eine Theorie der Makroökonomik dar, während die Ansätze der Behavioral Economics – wie im Rahmen der experimentellen Konjunkturerklärung erläutert wurde – vom Individuum ausgehen. Eine antithetische Gleichgewichtung impliziert daher die Annahme, dass sich die Auffälligkeiten nicht auf das Individuum beschränken, sondern auch für das Handeln breiter Gruppen an Marktteilnehmern maßgeblich sind.⁴⁶⁵ Zweitens beschrieb bereits Simon 1955 die Vorteilhaftigkeit einer Differenzierung zwischen internen und externen Beschränkungen des Wahlverhaltens, wobei interne Beschränkungen das Individuum betreffen und externe

⁴⁶² Als Beispiel nennt Knight hier die Mathematik.

⁴⁶³ Knight selbst schreibt, dass die Einteilung in die drei Kategorien mehr idealtypischen Charakter besitzt, da in der Realität absolut homogene Klassen von Rahmenbedingungen ebenso wenig auftreten wie solche, die in keinem Aspekt mit anderen Umständen vergleichbar sind.

⁴⁶⁴ Vgl. Knight (1948), S. 224-233.

⁴⁶⁵ Vgl. hierzu insbesondere die Diskussion der Argumente für und gegen eine derartige Transmission unter Punkt 2.1.2.4.

Beschränkungen seine Umgebung. Gleichzeitig betonte er jedoch, dass die Grenzen zwischen Individuum und Umgebung fließend verliefen und nicht immer trennscharf zwischen beiden Faktoren unterschieden werden könne.⁴⁶⁶ Drittens unterliegt die folgende Argumentation der Beschränkung, dass sie qualitativer Natur ist, da keine Möglichkeit besteht, die genauen Unterschiede zwischen den vier Szenarien empirisch zu analysieren.⁴⁶⁷ Die gewonnenen Erkenntnisse haben daher mehr den Charakter von Hypothesen, die auf der Zusammenführung von Erkenntnissen anderer Forscher basieren und wichtige Grundlagen für die Erstellung eines qualitativen Konjunkturindicators für den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt schaffen.⁴⁶⁸

Die folgenden Kriterien sollen in jedem Szenario gleichermaßen auf den Prüfstand gestellt werden:

- Die Verhaltensrelevanz von Beurteilungen und Erwartungen
- Die Rolle von Vertrauen
- Die Fähigkeit, den psychologischen Faktor abzubilden
- Der mit einer klassischen Konjunkturumfrage verbundene Nutzen
- Der mit einer Expertenbefragung verbundene Nutzen

3.2.1.2 Unter Risiko bei Rationalität

Bereits Lucas stellte fest, dass die Hypothese rationaler Erwartungen nach Muth auf eine Entscheidungssituation unter Risiko im Sinne von Knight angewiesen ist. Damit einher geht die Annahme, dass den konjunkturellen Schwankungen eine Regelmäßigkeit unterliegt, die ihre Darstellung als Zyklus rechtfertigt. Konjunktur muss vor diesem Hintergrund als wiederkehrendes Phänomen mit prinzipiell ähnlichen Ausprägungen aufgefasst werden. Nur unter diesen Umständen ist es den Marktteilnehmern möglich, über das wahre Modell der Volkswirtschaft informiert zu bleiben und in Übereinstimmung mit ihm Informationen optimal zu verarbeiten, um zu korrekten bzw. rationalen

⁴⁶⁶ Vgl. Simon (1955), S. 101. Diesen Zusammenhang verdeutlicht bspw. der in Punkt 2.1.2.4 veranschaulichte difficulty effect, d.h. der Umstand, dass das Ausmaß des Rückgriffs eines Entscheiders auf Heuristiken von der Komplexität seiner Umgebung abhängt.

⁴⁶⁷ Unter wissenschaftlichen Gesichtspunkten wäre eine empirische Untersuchung der Unterschiede zwischen alternativen Szenarien von Rationalität und Information der qualitativen Untersuchung vorzuziehen. Vgl. Barberis/Thaler (2003), S. 1112f. Es muss hierbei jedoch Beachtung finden, dass die Gegenüberstellung weniger dem Zweck dient, die genaue Art des Zusammenwirkens beider Komponenten zu untersuchen, als dem Zweck, zu demonstrieren, welche Rolle Geschäftsklimaindikatoren in den jeweiligen Szenarien einnehmen. In Ermangelung der Möglichkeit, derartige Analysen empirisch durchzuführen, stellt die gewählte Methodik vor dem Hintergrund der Zielsetzung der vorliegenden Arbeit die beste zur Verfügung stehende Alternative dar.

⁴⁶⁸ Vgl. Abschnitt 5.1.

Erwartungen zu gelangen.⁴⁶⁹ Dieser Informationsstand ist entweder von Anfang an gegeben oder stellt zumindest in Teilbereichen das Ergebnis eines Lernprozesses dar, in dessen Verlauf sich die letzten unbekannten Parameter des Modells erschließen. Voraussetzung dafür ist, dass sich das wahre Modell weder in seinen Funktionen noch in den Werten seiner Parameter verändert.⁴⁷⁰

Implizit beinhalten die Annahmen von Muth eine nur einseitige Verbindung zwischen Erwartungen und Realisationen, die bewirkt, dass zwar die Erwartungen die Realisationen beeinflussen, im Regelfall nicht jedoch die Realisationen die Erwartungen.⁴⁷¹ Aus der Verhaltensrelevanz der Beurteilungen und Erwartungen folgt in diesem Zusammenhang, dass zwischen der Beurteilung der gegenwärtigen Geschäftslage und den Handlungen des Individuums kein Zusammenhang besteht, der nicht auf eine verspätete Veröffentlichung der amtlichen Statistik zurückgeführt werden kann. Dafür besteht jedoch ein eindeutiger Zusammenhang zwischen Erwartungen und Handlungen der Einzelnen. Aufgrund der Tatsache, dass eine Entscheidungssituation unter Risiko vorliegt, erübrigt sich eine Differenzierung zwischen der Wahrscheinlichkeit, die Wirtschaftssubjekte einem zukünftigen Zustand zuordnen, und der Wahrscheinlichkeit, dass diese Wahrscheinlichkeit korrekt ist. Die Handelnden kennen das wahre Modell der Volkswirtschaft. Vertrauen spielt daher keine Rolle für die Verhaltensrelevanz.

Im Rahmen eines Konjunkturmodells, das rationale Erwartungen unterstellt, geht die Konjunktur auf exogene Schocks zurück.⁴⁷² Die Handelnden kennen das wahre Modell und verarbeiten neue Informationen auf optimale Weise, so dass ihnen das Entdecken von Wendepunkten keine Schwierigkeiten bereitet. Im Gleichgewicht verfügen alle Marktteilnehmer über identische Erwartungen und treffen identische Voraussagen, wobei Erwartungen hier eher im statistischen als im psychologischen Sinn interpretiert werden müssen.⁴⁷³ Sie bestimmen die Entwicklungen auf den Märkten und führen zu einem gleichgewichtigen Verhalten der Preise.⁴⁷⁴ Zwar können Erwartungsirrtümer auftreten, jedoch haben diese keinen systematischen Charakter, sondern sind zufälliger Natur.⁴⁷⁵ Da der konjunkturelle Anpassungsprozess somit frei von Einflüssen des

⁴⁶⁹ Vgl. Lucas Jr. (1977), S. 15.

⁴⁷⁰ Vgl. Tichy (1992), S. 49f.

⁴⁷¹ Vgl. Aiginger (1981), S. 31.

⁴⁷² Vgl. Tichy (1992), S. 47; Punkt 2.1.2.3.

⁴⁷³ Vgl. Kurz (1994), S. 878; Zarnowitz (1985), S. 294; Poole (1976), S. 464f.

⁴⁷⁴ Vgl. Zarnowitz (1985), S. 293. Aus diesem Grund wird die Hypothese der rationalen Erwartungen nach Muth in der Literatur auch teilweise als Vorläufer der Hypothese der effizienten Kapitalmärkte nach Fama – vgl. Fama (1970) – eingeordnet. Vgl. Poole (1976), S. 465.

⁴⁷⁵ Vgl. Assenmacher (1998), S. 294f.

psychologischen Faktors bleibt, können diese auch nicht durch Geschäftsklimaindikatoren gemessen werden. Letztere erweisen sich zwar als ein adäquates Mittel zur Prognose von Wendepunkten, schaffen jedoch unter den gegebenen Umständen keinen Mehrwert, da ihr Informationsgehalt allen Marktteilnehmern bereits gleichermaßen bekannt ist.⁴⁷⁶ Dasselbe Urteil betrifft Expertenbefragungen, für die jedes Wirtschaftssubjekt in gleichem Umfang qualifiziert wäre. In einer Welt der rationalen Erwartungen besteht kein Unterschied zwischen der tatsächlichen Welt und der Welt in der Form, in der sie der Entscheidungsträger wahrnimmt. Für eine Prognose der Wahlhandlungen der Wirtschaftssubjekte genügt daher das Wissen um die Beschaffenheit der tatsächlichen Welt.⁴⁷⁷

3.2.1.3 Unter Risiko bei eingeschränkter Rationalität

Die Vielzahl an Möglichkeiten, vom Postulat der Rationalität im Modell der rationalen Erwartungen abzuweichen, erfordert eine Beschränkung auf wenige aussagekräftige Beispiele. Exemplarisch soll daher auch an dieser Stelle auf die bereits in Punkt 2.1.2.4 diskutierte Heuristik der representativeness zurückgegriffen werden. Sie liefert eine erste Erklärung dafür, dass Wirtschaftssubjekte keinen optimalen Gebrauch von einer gegebenen Menge an Informationen machen. Eine zweite Erklärung geht auf die Möglichkeit zurück, dass den Marktteilnehmern die für eine optimale Verarbeitung der Informationen notwendigen Prozesse nicht zur Verfügung stehen. Schließlich führt eine dritte Form der Erklärung die beschränkte Nutzung der Information auf limitierte kognitive Ressourcen des Menschen zurück. Alle drei Erklärungen sind Gegenstand des vorliegenden Punktes. Es muss dabei jedoch beachtet werden, dass sie nicht als völlig unabhängig voneinander betrachtet werden können.⁴⁷⁸

Wie bereits angeführt ist representativeness durch eine Ignorierung bzw. deutliche Untergewichtung der einem Ereignis unterliegenden Wahrscheinlichkeitsverteilung – einen so genannten „base rate neglect“ – gekennzeichnet. Obwohl die tatsächliche Wahrscheinlichkeitsverteilung bekannt ist, bildet der Entscheider unter diesen Umständen seine Erwartungen über einen Analogieschluss, der auf Parallelen zu früheren Ereignissen basiert.⁴⁷⁹ Dadurch entsteht prinzipiell die Möglichkeit, dass Marktteilneh-

⁴⁷⁶ Vgl. Nerb (2004), S. 3.

⁴⁷⁷ Vgl. Simon (1986), S. 210f.

⁴⁷⁸ Bspw. kann fehlende Fähigkeit oder Kapazität zur optimalen Verarbeitung von Informationen zu einem verstärkten Rückgriff auf Heuristiken wie representativeness führen. In diesem Falle wären die einzelnen Erklärungen interdependent. Vgl. Diaz III/Hansz (1997), S. 256.

⁴⁷⁹ Vgl. Kahneman/Tversky (1996), S. 584.

mer vergangene Preisentwicklungen in die Zukunft fortschreiben und bspw. in Vermögensgegenstände investieren, die in der Vergangenheit eine positive Entwicklung verzeichnet haben, ohne zukünftige Wahrscheinlichkeiten in angemessenem Umfang zu berücksichtigen.⁴⁸⁰ Unter der Annahme, dass die auf diese Weise gebildeten Erwartungen und Beurteilungen Verhaltensrelevanz besitzen,⁴⁸¹ entsteht somit tendenziell aufgrund einer Diskrepanz zwischen dem wahrgenommenen und dem wahren Modell eine Situation, in der die Fundamentaldaten und die durch die Handlungen der Wirtschaftssubjekte geschaffenen Tatsachen nicht übereinstimmen.

Die zweite Erklärung für eine nicht optimale Ausnutzung bestehender Informationen geht darauf zurück, dass den Marktteilnehmern nicht die dafür notwendigen Fähigkeiten zur Verfügung stehen. Mitchell wies auf diesen Umstand bereits 1927 in seinem Grundlagenwerk über Konjunkturzyklen hin: „The great mass of small investors, and not a few of the large, lack the experience, or ability, or time to discriminate wisely between profitable and unprofitable schemes. [...] Investors who lack independent judgement are peculiarly subject to the influence of feeling in the matters where feeling is a dangerous guide. The alternating waves of confidence and timidity which sweep over the market for securities are among the most characteristic phenomena of business cycles.“⁴⁸² Dass diese Aussage auch heute noch Gültigkeit besitzt, geht aus den Ausführungen von Becker und Bolle hervor, die belegen, dass die Erwartungen von Teilnehmern an Experimenten in umgekehrter Proportionalität zu ihrer Erfahrung und in Proportionalität zu der Komplexität der Situation von der Hypothese der rationalen Erwartungen abweichen.⁴⁸³ In diesem Zusammenhang entsteht die Frage, nach der Natur der Erfahrung bzw. dem dahinter stehenden Lernprozess.

Wie Hoppe betonte, fällt es schwer anzunehmen, dass das für rationale Erwartungen notwendige Wissen um die wahre Struktur der Wirtschaft eine natürliche Eigenschaft des Wirtschaftssubjektes darstellt.⁴⁸⁴ Wenn das Wissen aber nicht ex ante vorliegt, muss es erworben werden. In diesem Zusammenhang entsteht das Problem, dass

⁴⁸⁰ Vgl. Daniel/Hirshleifer/Teoh (2002), S. 145; Shiller (2002a), S. 20.

⁴⁸¹ Eine derartige Annahme ist nicht trivial, da die Literatur über Behavioral Economics faktisch in zwei Bereiche untergliedert werden kann. Der eine betrifft Abweichungen von Rationalität – im Sinne der Maximierung einer expected utility – im Urteilsverhalten, während der zweite Bereich sich mit Abweichungen im Wahlverhalten, also in den tatsächlichen Handlungen, auseinandersetzt. Representativeness gehört zu der ersten Gruppe der Abweichungen. Vgl. Mullainathan/Thaler (2000), S. 3f. Um eine nicht zielführende Diskussion an dieser Stelle umgehen zu können, wurde von dieser Differenzierung abstrahiert.

⁴⁸² Mitchell (1961), S. 163.

⁴⁸³ Vgl. Becker/Bolle (1996), S. 114f.

⁴⁸⁴ Vgl. Hoppe (1997), S. 58.

Marktteilnehmer mit manchen wirtschaftlichen Problemstellungen in ihrem Leben nur einmal in Berührung kommen, so dass die Möglichkeit des Lernens und der Nutzen der Erfahrung beschränkt werden. Selbst wenn sich wirtschaftliche Konstellationen als repetitiv erweisen, wird bei jedem einzelnen Auftreten ein Teil der Akteure zum ersten Mal mit ihnen umzugehen haben.⁴⁸⁵ An dieser Stelle könnte angeführt werden, dass die Handelnden nicht darauf angewiesen sind, die Art ihres Umgangs mit Informationen und vor allem die Umsetzung von Informationen in Vorstellungen über die Zukunft allein aus sich selbst zu schöpfen. Dabei spielen die verfügbare Ausbildung und der Zugang zu einer verlässlichen, unabhängigen Beratung eine große Rolle⁴⁸⁶ und es entsteht eine starke „Abhängigkeit des individuellen Aktors [!] von kollektiv verfügbarem Wissen und Urteilen“,⁴⁸⁷ die für den weiteren Verlauf der Diskussion in nachfolgenden Abschnitten von Bedeutung sein wird. Der durchschnittliche Erfahrungsstand der Marktteilnehmer bedingt somit auch bei Verfügbarkeit aller notwendigen Informationen eine Diskrepanz zwischen dem wahren Modell und dem durch die Marktteilnehmer wahrgenommenen Modell der Volkswirtschaft.

Die Erörterungen der letzten beiden Absätze unterstellen, dass Wirtschaftssubjekte prinzipiell über die Möglichkeiten verfügen, alle verfügbaren Informationen zu verarbeiten. An dieser Stelle wird ein wichtiger Unterschied zwischen dem Rationalitätsverständnis der Volkswirtschaft und dem Rationalitätsverständnis der Psychologie deutlich. Während die traditionelle Volkswirtschaftslehre davon ausgeht, dass natürliche Ressourcen begrenzt sind, sieht sie die mentalen Ressourcen als unbegrenzt an. Demgegenüber betrachtet die Psychologie die Mechanismen, mit deren Hilfe Menschen mit einer Umgebung umgehen, die von Überflutung mit Informationen gekennzeichnet ist.⁴⁸⁸ Die dritte Erklärung einer nicht optimalen Ausnutzung der Informationen basiert daher auf der Annahme, dass den Marktteilnehmern nicht die dafür notwendigen Kapazitäten zur Verfügung stehen.⁴⁸⁹ Dieser Umstand, auf den bereits Simon zu einem frühen Zeitpunkt hinwies,⁴⁹⁰ stellt eine wichtige Begründung für die Existenz von Heuristiken dar.⁴⁹¹ Er gewinnt in dem Maße an Gewicht, in dem das „wahre“ Modell der Volkswirtschaft nicht stabil ist, sondern sich im Zeitablauf und über Phasen des Kon-

⁴⁸⁵ Vgl. Haltiwanger/Waldman (1985), S. 327.

⁴⁸⁶ Vgl. de Bondt (2003), S. 212.

⁴⁸⁷ Siegenthaler (1984), S. 126.

⁴⁸⁸ Vgl. Zwick/Erev/Budescu (1999), S. 6.

⁴⁸⁹ Die Wirtschaftssubjekte müssen bis zu einem bestimmten Maß auch hier unter Ungewissheit entscheiden, jedoch resultiert die Ungewissheit nicht aus der mangelnden Verfügbarkeit von Informationen, sondern aus der mangelnden Verarbeitungskapazität des Individuums. Vgl. Tichy (1992), S. 48f.

⁴⁹⁰ Vgl. Aiginger (1987), S. 30; Simon (1978); Simon (1977); Simon (1955).

⁴⁹¹ Vgl. de Bondt (2003), S. 207f.

junkturzyklus hinweg ändert. Auch unter diesen Umständen differieren das „wahre“ Modell der Volkswirtschaft und das seitens des Individuums wahrgenommene Modell.

Die Folgen einer Abweichung des wahrgenommenen Modells vom wahren Modell für den Einsatz von qualitativen Konjunkturindikatoren fallen vielschichtig aus. Tichy unterscheidet hier zwei Situationen, in denen eine Orientierung der Individuen am wahrgenommenen Modell mit Problemen verbunden ist. Einerseits handelt es sich dabei um eine Situation, in der sich das wahrgenommene Modell ändert auch wenn das wahre Modell unverändert bleibt. Als bedeutsamer noch stuft er jedoch die Situation ein, in der das wahrgenommene Modell konstant bleibt bis sich herausstellt, dass sich das wahre Modell geändert hat.⁴⁹² Beide Fälle schaffen die Voraussetzungen für Verunsicherung und Enttäuschung – Vertrauensverlust – und bereiten damit das Feld für den psychologischen Faktor im Konjunkturzyklus. Ein Geschäftsklimaindikator schafft daher unter diesen Umständen nicht nur den informativen Mehrwert, die zukünftigen Handlungen der Wirtschaftssubjekte und damit ggf. Wendepunkte anzuzeigen, sondern dient insbesondere dazu, das Wirken des psychologischen Faktors zu identifizieren und offen zu legen. Dabei sind sowohl Beurteilungen als auch Erwartungen von Bedeutung, jedoch ist wahrscheinlich, dass sich der Vorlauf der Beurteilungen auf eine späte Veröffentlichung der amtlichen Statistik beschränkt.⁴⁹³ Dies gilt nicht ohne weiteres für die Expertenbefragung, da Experten einerseits sowohl über die Fähigkeit als auch über die Kapazität verfügen müssen, den Markt insgesamt zu betrachten, und andererseits in ihrem Urteil frei von Heuristiken zu sein haben. Darüber hinaus ist es für eine korrekte Einschätzung der konjunkturellen Entwicklung erforderlich, dass sie Informationen über das wahre Modell, bis zu einem gewissen Maße aber auch über das die Handlungen der Marktteilnehmer bestimmende, möglicherweise abweichende, wahrgenommene Modell besitzen.

3.2.1.4 Unter Ungewissheit bei Rationalität

Anders als im vorangegangenen Punkt unterliegen die Wirtschaftssubjekte im vorliegenden Fall keinerlei Beschränkungen bezüglich ihrer Verarbeitungsfähigkeiten oder -kapazitäten und urteilen ohne Beeinflussung durch Heuristiken. Sie verfügen jedoch lediglich in eingeschränktem Umfang über Informationen bezüglich der Struktur der Wirtschaft. In der Folge müssen die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bilden ohne alle für ihre Entscheidungen relevanten Parameter oder deren Wahrscheinlichkeitsvertei-

⁴⁹² Vgl. Tichy (1992), S. 50.

⁴⁹³ Vgl. Nerb (2004), S. 4.

lungen zu kennen. Ebenso wie Knight argumentierte Keynes daher, dass unter diesen Umständen keine streng mathematischen Erwartungen möglich sind. Die Handlungen der Individuen werden nicht nur von der basierend auf den verfügbaren Informationen gebildeten Wahrscheinlichkeit determiniert, sondern ebenfalls von dem Vertrauen, das in die Korrektheit der Erwartung gesetzt wird.⁴⁹⁴ Letztendlich stellt dabei das Vertrauen den Faktor dar, der maßgeblich über die Durchführung oder Unterlassung eines wirtschaftlichen Engagements bestimmt.⁴⁹⁵

Derartige Rahmenbedingungen ziehen eine Reihe von Konsequenzen im Verhalten der Marktteilnehmer nach sich. Angesichts von Ungewissheit werden sie liquide Vermögensgegenstände bevorzugen und langfristige Kapitalbindungen zu vermeiden suchen, um flexibel auf neue Informationen reagieren zu können, die mit den bisherigen Erwartungen nicht in Einklang stehen. In Abhängigkeit von dem Grad der Ungewissheit können dabei schon geringe Mengen an neuen Informationen die Erwartungen grundlegend ändern. Das Ausmaß der Ungewissheit determiniert jedoch gleichsam die Intensität, mit der der gegenwärtige Zustand bei der Erwartungsbildung mit einbezogen wird. Hinzu kommt die in Punkt 2.1.2.4 eingeführte Interdependenz der Erwartungen der Wirtschaftssubjekte, die vor allem auf asymmetrisch verteilte Informationen zurückgeht. Die Bedeutung der beiden möglichen Unterschiede zwischen dem wahren Modell und dem wahrgenommenen Modell nimmt daher im Vergleich zum vorangegangenen Punkt zu, da sich Irrtümer stark auf das Vertrauen auswirken und damit auf die Bereitschaft, Handlungen einzuleiten. Irrtümer können bei eingeschränkter Information nicht vermieden werden, so dass Schwankungen im Vertrauen der Wirtschaftssubjekte eher die Regel als die Ausnahme darstellen.⁴⁹⁶ Unter diesen Umständen besteht eine latente Tendenz zum wirtschaftlichen Ungleichgewicht.⁴⁹⁷ Sie wird noch verstärkt durch die andauernden Lernprozesse der Wirtschaftssubjekte bei der Ergreifung der wahren Struktur der Volkswirtschaft.⁴⁹⁸

Mit diesen Erkenntnissen sind eine Reihe von Besonderheiten für den Einsatz und die Funktionsweise von klassischen Konjunkturumfragen und Expertenumfragen verbunden. Die Durchführung einer klassischen Konjunkturumfrage setzt voraus, dass die

⁴⁹⁴ Vgl. Keynes (2000), S. 125, 137.

⁴⁹⁵ Vgl. Güntzel (1998), S. 362.

⁴⁹⁶ Vgl. Meltzer (2003), S. 29f. Der Begriff der Ungewissheit kann daher nicht nur als das „Fehlen definitiver Erwartungen“ interpretiert werden, sondern beinhaltet zusätzlich die Bedeutung eines „Mangels an Vertrauen“. Vgl. Tichy (1992), S. 66.

⁴⁹⁷ Vgl. Keynes (2000), S. 125; Aiginger (1987), S. 31; Pilder (1984), S. 101f.

⁴⁹⁸ Für eine Übersicht der entsprechenden Literatur vgl. Brav/Heaton (2002), S. 577.

Erwartungen der Wirtschaftssubjekte eine starke Verhaltensrelevanz aufweisen. Die Maßgeblichkeit der Erwartungen für die eingeleiteten Handlungen wird jedoch im vorliegenden Fall nicht nur von den Erwartungen bestimmt, sondern hängt in starkem Maße auch von der Stärke des Vertrauens in die Erwartungen ab. Klassische Konjunkturumfragen erheben jedoch in der Regel nur die Beurteilungen und Erwartungen, nicht aber das Vertrauen der Umfrageteilnehmer.⁴⁹⁹ Gleichzeitig gewinnt die Verhaltensrelevanz der Beurteilungen in dem Maße an Gewicht, in dem Informationen fehlen, um Erwartungen bilden zu können. Zwar ist es den auf diese Weise ermittelten qualitativen Konjunkturindikatoren möglich, den psychologischen Faktor im Handeln der Wirtschaftssubjekte abzubilden. Ihr prognostischer Aussagegehalt wird jedoch potenziell geschwächt. Dies gilt umso mehr als die Umfrageteilnehmer vielfach gegenüber Aktionären, Kunden oder aufsichtsrechtlichen Instanzen Rechenschaft abzulegen haben und diese die Erwartungen der Befragten anzweifeln.⁵⁰⁰ Auch Expertenbefragungen stellen unter diesen Umständen keine praktikablere Alternative der kurzfristigen Konjunkturprognose dar, da es den Koordinatoren der Umfrage schwer fallen wird, diejenigen Umfrageteilnehmer zu identifizieren, die über bessere Informationen verfügen. Auch müsste für eine hohe prognostische Aussagekraft vorausgesetzt werden können, dass die Befragten fähig sind, die am Markt vorherrschenden Erwartungen und das Vertrauen der anderen Akteure einzuschätzen.

3.2.1.5 Unter Ungewissheit bei eingeschränkter Rationalität

Die Ausführungen in Punkt 2.1.2.4 belegen auf der einen Seite, dass bereits eine einseitige Abweichung von den Prämissen des Modells der rationalen Erwartungen ausreicht, um Anomalien auf Märkten zu erzeugen. Auf der anderen Seite demonstrieren sie, dass die verursachte Anomalie unabhängig von der Art der Abweichung über ähnliche Charakteristika verfügen kann. Theorien, die beide Prämissen gleichzeitig lösen und davon ausgehen, dass die Wirtschaftssubjekte weder über alle Informationen verfügen, noch vollständig rational im Sinne der Theorie handeln, werden in der Literatur teilweise unter den Begriffen der schwachen Version der Theorie der rationalen Erwartungen bzw. der semi-rationalen Erwartungen subsumiert.⁵⁰¹ Im Gegensatz zu den vorangegangenen Darstellungen fällt es bei einer gleichzeitigen Betrachtung

⁴⁹⁹ Unter Ungewissheit erweist sich der Begriff eines „confidence index“ bzw. eines „confidence indicator“ somit im eigentlichen Sinne als irreführend. Unter Risiko fällt die Bedeutung des Vertrauens geringer aus und es kann von einer stärkeren Korrelation von Erwartungen und Vertrauen ausgegangen werden, die dazu führt, dass die Erwartungen eine adäquatere Näherung an das Vertrauen darstellen.

⁵⁰⁰ Vgl. Shiller (2002a), S. 24f.

⁵⁰¹ Vgl. Nerb (1989a), S. 72f.

beider Faktoren ungleich schwerer, zwischen Ursache und Wirkung zu differenzieren.⁵⁰² Bspw. findet sich in der Literatur der Hinweis, dass die Akteure angesichts von Ungewissheit ihr Entscheidungsverhalten anpassen und auf Heuristiken zurückgreifen, um die Situation beherrschbar zu gestalten.⁵⁰³ In jedem Fall verstärken sich beide Faktoren und führen, wie die folgenden Beispiele belegen, zu einer Ausweitung des psychologischen Faktors.

Eine unter diesen Umständen in besonderem Maße relevante Variante der representativeness wird von Kahneman und Tversky als die „insensitivity to predictability“ genannt. Sie beschreibt eine Situation, in der die Erwartungen eines Entscheiders in dem Maße positiv ausfallen, in dem die ihm über den Erwartungsgegenstand – bspw. eine Investitionsgelegenheit – zur Verfügung stehenden Informationen einen positiven Inhalt haben. Dies gilt unabhängig davon, ob die Informationen sich bei der Erwartungsbildung als nützlich erweisen oder nicht. Eine weitere wichtige Variante von representativeness wird „illusion of validity“ genannt und bezeichnet eine Entscheidungssituation, in der das Vertrauen, das in die Erwartungen gelegt wird, in dem Maße ansteigt, in dem Informationen, auf denen die Erwartungen basieren, inhaltlich dem zu beurteilenden Ereignis ähneln. Diejenigen Informationen, die die Vorhersagbarkeit des Ereignisses faktisch beschränken, werden dabei ausgeblendet.⁵⁰⁴ Während im ersten Fall die Erwartungen zu positiv ausfallen, wächst im zweiten Fall das Vertrauen überproportional an. Die Folge sind Handlungen, die angesichts der am Markt vorherrschenden Ungewissheit potenziell nicht von den Fundamentaldaten getragen werden.

Guttentag und Herring wiesen auf eine zweite Möglichkeit des Zusammenspiels von Ungewissheit und beschränkter Rationalität hin, die eine Erklärung für den Umgang von Fremdkapitalgebern mit Ungewissheit im Sinne von Knight liefert.⁵⁰⁵ Im Mittelpunkt der Betrachtung steht dabei die „availability“-Heuristik, die ebenfalls auf Kahneman und Tversky zurückgeht. Sie beschreibt den Umstand, dass Wirtschaftssubjekte die Wahrscheinlichkeit eines zukünftigen Ereignisses häufig an der Leichtigkeit messen, mit der sie sich an vergleichbare Ereignisse erinnern oder sich diese zumindest vorstellen können. Die Folge ist, dass kürzlich eingetretene oder selbst erlebte vergleichbare Ereignisse zu einer überproportionalen Steigerung der subjektiv wahrgenommenen

⁵⁰² Wie bereits in der Einleitung angemerkt, stellt eine präzise Untersuchung nicht das Ziel der vorliegenden Ausführungen dar. Entsprechende Anstrengungen werden daher im Nachfolgenden nur insofern unternommen, als dass sie sich für den Gang der Untersuchung als zielführend erweisen.

⁵⁰³ Vgl. Aiginger (1987), S. 31.

⁵⁰⁴ Vgl. Tversky/Kahneman (1974), S. 1126.

⁵⁰⁵ Vgl. Guttentag/Herring (1984), S. 1363.

Wahrscheinlichkeit führen, da sie in der Erinnerung präsenter erscheinen.⁵⁰⁶ Availability wird noch verstärkt durch so genannte „threshold“-Heuristiken, die Guttentag und Herring auf Simon⁵⁰⁷ zurückführen und die bewirken, dass die Wahrscheinlichkeit eines Ereignisses bei Herabsinken auf einen gewissen Schwellenwert so behandelt wird als sei sie gar nicht vorhanden.⁵⁰⁸ Sofern Finanzkrisen zwar schwerwiegende Konsequenzen nach sich ziehen, aber sehr selten auftreten, besteht Ungewissheit bezüglich ihrer objektiven Wahrscheinlichkeit. Unter diesen Umständen nimmt die durch die Fremdkapitalgeber subjektiv wahrgenommene Wahrscheinlichkeit einer Krise aufgrund von availability im Zeitablauf ab bis sie den Schwellenwert unterschreitet und als nicht existent empfunden wird. Selbst die Existenz rationaler Akteure kann hier keinen Ausgleich an Stabilität schaffen, da sie aufgrund höherer Risikoprämien über viele Jahre hinweg Marktanteile an die weniger rationalen Marktteilnehmer verlieren und potenziell aus dem Markt gedrängt werden.⁵⁰⁹ Auf diese Weise wird die Stabilität des Finanzsystems zusätzlich geschwächt und die Folgen der nächsten Finanzkrise verstärkt.⁵¹⁰

Unter Ungewissheit und bei eingeschränkter Rationalität unterliegt die prognostische Aussagekraft von qualitativen Konjunkturindikatoren gleichzeitig den in Punkt 3.2.1.3 und in Punkt 3.2.1.4 geschilderten Qualifikationen und Beschränkungen. Es kann dabei einer klassischen Konjunkturmfrage nicht immer gelingen, das tatsächliche unternehmerische Verhalten korrekt vorherzusagen⁵¹¹, da häufig Handlungen eingeleitet werden, die bei Kenntnis des wahren Modells nicht unternommen würden. Je stärker diese Abweichungen ausfällt, desto stärker wird sich die Erkenntnis der Abweichung auf das Vertrauen auswirken und damit auf die nachfolgende Verhaltensrelevanz der Erwartungen. Auch ist denkbar, dass die Wirtschaftssubjekte nach Teilnahme an der Konjunkturmfrage in den Besitz neuer Informationen gelangen, die die Erwartungen unter Ungewissheit verändern und damit ebenfalls die Verhaltensrelevanz der gemessenen Erwartungen verringern. Die Durchführung von Expertenbefragungen unterliegt ähnlichen Beschränkungen, da Experten die Verläufe von Aggregaten zu beurteilen haben, für die ihnen einerseits nicht alle notwendigen Informationen zur Verfügung stehen und die andererseits Einflüssen unterliegen, die psychologischer Natur und daher einer Beurteilung nur schwer zugänglich sind.

⁵⁰⁶ Vgl. Tversky/Kahneman (1974), S. 1127f.

⁵⁰⁷ Vgl. Simon (1978).

⁵⁰⁸ Vgl. Guttentag/Herring (1984), S. 1363f.

⁵⁰⁹ Vgl. Guttentag/Herring (1984), S. 1362.

⁵¹⁰ Im eigentlichen Modell beziehen die Autoren zusätzlich noch Elemente der Neuen Institutionenökonomik – insbesondere moral hazard – mit in ihre Betrachtungen ein. Vgl. Guttentag/Herring (1984), S. 1367-1373. Auf die vollständige Darstellung wird an dieser Stelle verzichtet.

⁵¹¹ Vgl. Nerb (1989a), S. 72f.

3.2.1.6 Vergleichende Zusammenführung

Die Rolle des psychologischen Faktors und die damit verbundene besondere Bedeutung von klassischen Konjunkturumfragen bei seiner Identifikation lässt sich im Rahmen einer Matrix mit vier Quadranten beschreiben (vgl. Abbildung 17). Im rechten oberen Quadranten liegen rationale Erwartungen nach Muth vor, so dass kein Raum für das Wirken des psychologischen Faktors verbleibt. Unter diesen Umständen erweist sich sowohl der Einsatz von klassischen Konjunkturumfragen als auch von Expertenbefragungen als überflüssig. Der rechte untere Quadrant wird von Ungewissheit bei Rationalität bestimmt. Der stabile Rahmen der Theorie der rationalen Erwartungen wird seitens der Informationsverfügbarkeit durchbrochen und der psychologische Faktor beginnt zu wirken. Wie in Punkt 3.2.1.4 erläutert, erweisen sich klassische Konjunkturumfragen hier als adäquate Möglichkeit, den psychologischen Faktor handhabbar zu machen, jedoch unterliegt die Verhaltensrelevanz der Einwirkung des Vertrauens. Expertenbefragungen können den psychologischen Faktor nicht abbilden und stellen ebenfalls nur in eingeschränktem Maße eine zuverlässige Prognosemethode dar.

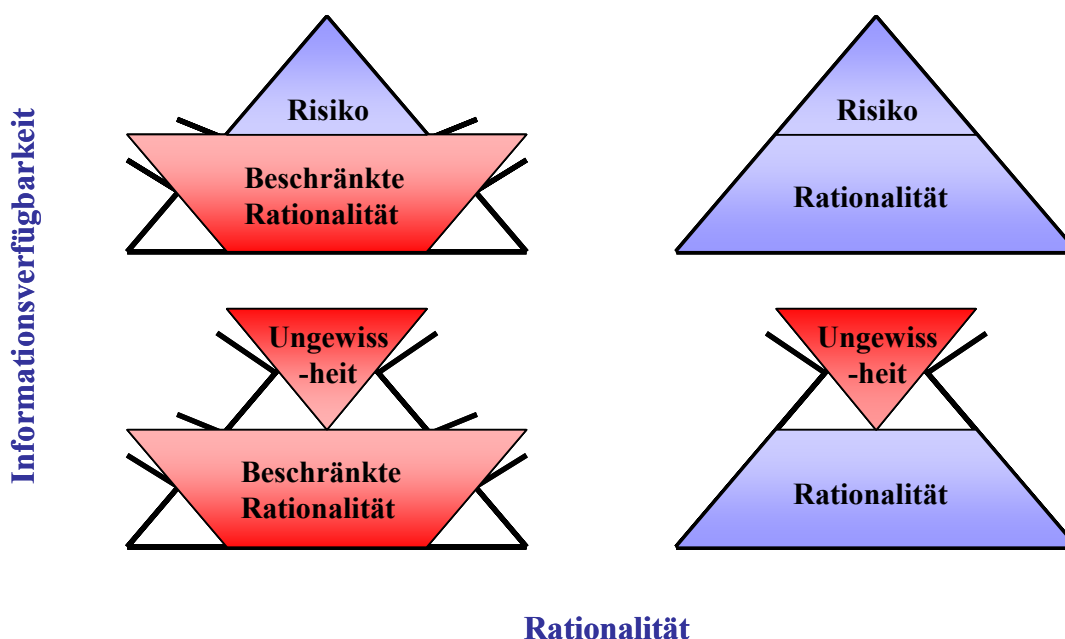


Abbildung 17: Der psychologische Faktor im Immobilienzyklus⁵¹²

Der linke obere Quadrant ist von Risiko bei eingeschränkter Rationalität gekennzeichnet, was bedeutet, dass der stabile Rahmen der rationalen Erwartungen seitens der Informationsverarbeitung aufgebrochen wird. Klassische Konjunkturindikatoren ermöglichen hier sowohl die Abbildung des psychologischen Faktors als auch die Prognose

⁵¹² Quelle: Eigene Darstellung.

kurzfristiger konjunktureller Entwicklungen, während Expertenbefragungen auch hier nur in eingeschränkter Form Wirkung zeigen. Schließlich wird im unteren linken Quadranten die Theorie der rationalen Erwartungen sowohl seitens der Informationsverfügbarkeit als auch seitens der Informationsverarbeitung verlassen. Dementsprechend groß fällt der Raum für ein Wirken des psychologischen Faktors aus. Sowohl klassische Konjunkturumfragen als auch Expertenbefragungen neigen in einem auf diese Weise beschaffenen Szenario dazu, kurzfristige konjunkturelle Entwicklungen nicht immer zuverlässig voraussagen zu können. In Ermangelung alternativer Methoden zur kurzfristigen Konjunkturprognose stellen sie jedoch die praktikabelste Lösung dar.

3.2.2 Aussagekraft auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt

3.2.2.1 Aus Sicht der Rationalität

Keynes wies auf den Umstand hin, dass der Stellenwert von Erwartungen ansteigt, je länger der Produktionsprozess eines Gutes, das der Befriedigung von Bedürfnissen der Verbraucher dient, andauert. Bereits in seinen Augen erforderten Immobilienmärkte von den Unternehmern die Bildung besonders langfristiger Erwartungen.⁵¹³ In der moderneren Literatur findet sich teilweise die Aussage, dass Erwartungen für die Dynamiken auf Immobilienmärkten eine wichtigere Rolle spielen als die endogenen Zeitverzögerungen.⁵¹⁴ Unter diesen Umständen gewinnt die Frage, in welchen der Quadranten der deutsche Immobilienmarkt eingeordnet werden kann und welche Rolle der psychologische Faktor auf Immobilienmärkten spielt, zusätzlich an Bedeutung. Bisher haben jedoch nur wenige Studien versucht, der Gültigkeit der Theorie der rationalen Erwartungen auf Immobilienmärkten nachzugehen. Dabei überwiegt die Zahl der Forschungsbeiträge, die ihr dahingehend eine Absage erteilt, dass rationale Erwartungen kurzfristig am Markt vorherrschen. Während dies in der langen Frist der Fall sein kann, erweist sich die Erwartungsbildung kurzfristig vielmehr als von adaptivem Verhalten gekennzeichnet.⁵¹⁵ Sie stellen daher das überwiegend in Modellen des Immobilienmarktes unterstellte Erwartungsverhalten dar.⁵¹⁶

Um darüber hinaus eine Antwort zu finden, folgt eine Analyse der Informationsverfügbarkeit und Informationsverarbeitung zunächst bezogen auf Immobilienmärkte im

⁵¹³ Vgl. Keynes (2000), S. 41, S. 137f. Unter den Begriff des Unternehmers subsumierte Keynes sowohl den Erzeuger von als auch den Investor in Immobilien.

⁵¹⁴ Vgl. Key et al. (1994), S. 94.

⁵¹⁵ Vgl. Hui/Lui (2002); Tsolacos/McGough (1999); Clayton (1996).

⁵¹⁶ Vgl. Ball/Lizieri/MacGregor (1998), S. 152f.

Allgemeinen und dann mit Bezug auf den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt. Im Anschluss daran wird der Versuch unternommen, Perspektiven der Entwicklung aufzuzeigen und aufbauend darauf zu einem abschließenden Urteil über die Aussagekraft von qualitativen Konjunkturindikatoren auf Immobilienmärkten zu gelangen. Die Frage, ob Rationalität auf Immobilienmärkten vorherrscht, kann dabei unter Bezugnahme auf die drei in Punkt 3.2.1.3 vorgestellten Kriterien untersucht werden. Im Folgenden wird jedoch nur das erste Kriterium gesondert betrachtet. Da viele Studien keine gesonderten Informationen über die Fähigkeiten oder Kapazitäten der betrachteten Wirtschaftssubjekte ausweisen, werden die letzten beiden Kriterien – sofern nicht im Einzelfall spezifiziert – zusammen aufgearbeitet.⁵¹⁷ In der darauf folgenden Diskussion wird außerdem ein Schwerpunkt auf das Kriterium der Fähigkeit des Individuums gelegt.⁵¹⁸

Zunächst stellt sich die Frage, ob die Akteure am Immobilienmarkt Heuristiken unterliegen, die zu einer nicht adäquaten Verarbeitung von Informationen führen. Derartige Betrachtungen sind im Bereich der Behavioral Real Estate angesiedelt, einer Teildisziplin der Behavioral Economics. Im Gegensatz zu verhaltensorientierter Forschung in anderen Bereichen wie den Finanzwissenschaften stellt sie im Bereich der Immobilienökonomie eine relativ junge Disziplin dar, die ihren Anfang gegen Ende der achtziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts unter anderem mit der Dissertation von Diaz III nahm.⁵¹⁹ Seitdem hat sie sich unter verschiedenen Gesichtspunkten überwiegend mit dem Verhalten von Sachverständigen für Immobilienbewertung auseinandergesetzt.⁵²⁰ Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass nach dem gegenwärtigen Stand der Forschung vor allem Immobilienbewerter in vielen Fällen unterschiedlichen Heuristiken unterliegen.⁵²¹ Zunehmend finden sich jedoch Studien, die zu ähnlichen Schlüssen für die Gruppen der Immobilieninvestoren,⁵²² der Immobilienfinanzierer⁵²³ und der Baukos-

⁵¹⁷ Dabei kann prinzipiell nicht ausgeschlossen werden, dass festgestellte Abweichungen von Rationalität auf Heuristiken zurückgehen, dass aber diesbezügliche Untersuchungen unterlassen wurden. Wie bereits in Punkt 3.2.1.3 betont, besteht eine Verbindung zwischen allen drei Kriterien.

⁵¹⁸ Die Kapazität des menschlichen Entscheiders ist seit langem Gegenstand der volkswirtschaftlichen und der psychologischen Diskussion und kann nicht rein auf Immobilienmärkte bezogen untersucht werden. Eine angemessene Darstellung würde den Rahmen zielführender Analyse zudem sprengen. Kontrastierungen der unterschiedlichen Standpunkte und ihrer Interaktion finden sich bspw. in Rabin (2002); Zwick/Erev/Budescu (1999); Rabin (1998); Earl (1990).

⁵¹⁹ Vgl. Black et al. (2003), S. 87; Hardin III (1999), S. 343; Diaz III (1987).

⁵²⁰ Vgl. Black et al. (2003), S. 88; Royston (2003), S. 11.

⁵²¹ Zu einem positiven Ergebnis kamen Diaz III/Wolverton (1998), S. 355; Diaz III/Hansz (1997), S. 259f; Gallimore/Wolverton (1997), S. 270f; Wolverton/Diaz III (1996), S. 9. Insbesondere im zweitgenannten Fall wurde jedoch ein Zusammenhang zwischen Ungewissheit und dem Rückgriff auf Heuristiken festgestellt, so dass dieses Ergebnis ebenso in die Kategorie von Ungewissheit und eingeschränkter Rationalität eingeordnet werden kann. Zu einem negativen Ergebnis kam Diaz III (1997), S. 62-65.

⁵²² Vgl. Gallimore/Hansz/Gray (2000), S. 608-611.

⁵²³ Vgl. Hardin III (1997), S. 253.

tenschätzer⁵²⁴ gelangen. Das Verhalten anderer Gruppen – bspw. der Projektentwickler – wurde bisher vernachlässigt: „Many of the activity centers [...] lie securely unpenetrated“.⁵²⁵ Hier finden sich in der Literatur lediglich in qualitativer Form Hinweise, dass bspw. auch Projektentwickler Heuristiken unterliegen.⁵²⁶

Im Gegensatz dazu fällt die Anzahl der Studien, die sich allgemein mit Rationalität auf Immobilienmärkten beschäftigen, ohne auf spezielle Heuristiken zu fokussieren, umfangreicher aus.⁵²⁷ In vielen Fällen geht es dabei um die Frage, ob Investoren auf Immobilienmärkten die Fundamentaldaten richtig bewerten oder bspw. an oberen und an unteren Wendepunkten überbewerten. Gegen ein derartiges Verhalten sprechen die Ergebnisse einiger Studien, die jedoch auf einzelne Länder und bestimmte Zeiträume begrenzt sind.⁵²⁸

Auf der anderen Seite kommen Studien, die – teilweise von denselben Autoren – in anderen Ländern und über unterschiedliche Zeiträume durchgeführt wurden, zu Ergebnissen, die diesbezügliche Fehler der Investoren dokumentieren.⁵²⁹ Somit scheint zumindest für die Gruppe der Investoren vieles darauf hinzudeuten, dass eingeschränkte Rationalität kein allgegenwärtiges Phänomen auf Immobilienmärkten darstellt, jedoch in Abhängigkeit von den genauen Umständen häufig zu beobachten ist. Dies gilt insbesondere für die Momente, in denen sich die kausalen Zusammenhänge auf Immobilienmärkten ändern, während die Investoren von deren Kontinuität ausgehen und basierend auf dieser Annahme Handlungen einleiten bzw. beibehalten.⁵³⁰

Auch Analysen, die sich mit dem Verhalten von Immobilienfinanzierern auseinandersetzen, kommen zu dem Ergebnis, dass diese in ihrer Erwartungshaltung wichtige

⁵²⁴ Vgl. Fortune/Lees (2004), S. 20f.

⁵²⁵ Díaz III (1999), S. 331. Dieser Umstand geht wahrscheinlich auf einen nicht unerheblichen Anteil auf die Tatsache zurück, dass ihre Mitglieder nur schwer identifizierbar sind.

⁵²⁶ Vgl. Rottke/Wernecke/Schwartz (2003), S. 330f; Dobberstein (2000), S. 5-11.

⁵²⁷ Dies liegt unter anderem daran, dass der Nachweis von Heuristiken auf Basis rein quantitativer Untersuchungen nicht einfach zu erbringen ist. Aus diesem Grund stützen sich Forschungen im Bereich der Behavioral Real Estate hauptsächlich auf Experimente und fragebogengestützte Ansätze.

⁵²⁸ Vgl. Hendershott/MacGregor (2005b); Hendershott/Hendershott/Ward (2003).

⁵²⁹ Vgl. Hendershott/MacGregor (2005a); Chen/Hudson-Wilson/Nordby (2004); Sivitanides et al. (2001); de Bruin/Flint-Hartle (2000), S. 277-282; Björklund/Söderberg (1999); Hendershott (1996). Vor allem bei der zweiten Studie gilt es zu beachten, dass die Autoren zwar Ergebnisse erzielten, die auf eine eingeschränkte Rationalität hinwiesen, diese jedoch so interpretierten als wären sie mit Rationalität vereinbar. Diese Interpretation wird jedoch in der neueren Literatur kritisiert. Vgl. Hendershott/MacGregor (2005a), S. 448.

⁵³⁰ Vgl. Roulac (1996), S. 7f, 14-16.

Aspekte nicht einbeziehen und ihre Kreditvergabe in der Folge im Vergleich zu der Entwicklung der Fundamentaldaten überproportional ausdehnen oder einschränken.⁵³¹ Insgesamt spricht somit eine Vielzahl von Studien für die Gültigkeit der von Mueller entdeckten und in Punkt 3.1.3.2 beschriebenen Tendenz des finanziellen Immobilienzyklus, auch nach Überschreitung des oberen Wendepunktes am physischen Immobilienzyklus noch anzusteigen. Hierbei darf jedoch nicht übersehen werden, dass in beiden Fällen die Immobilienbewertung eine wichtige Rolle spielt und daher automatisch die Frage nach der Adäquatheit der durch die betreffenden Sachverständigen genutzten Verfahren entsteht. Im nordamerikanischen Raum nahm eine diesbezügliche Debatte bereits während der Entstehung der Immobilienkrise der achtziger Jahre ihren Anfang. Neben der Fragestellung nach angemessenen Formen der Immobilienbewertung unter rezessiven Marktumständen⁵³² richtete sich das Augenmerk vielfach auf die Auswirkung der impliziten Annahmen verschiedener Immobilienbewertungsverfahren über den gesamten Zyklus hinweg.⁵³³ International führende Forscher im Bereich der Immobilienzyklen wiesen vor allem auf die Gefahr hin, dass die traditionellen Verfahren an oberen Wendepunkten die Immobilienwerte systematisch überschätzen und an unteren Wendepunkten unterschätzen.⁵³⁴

Gegenwärtig wird in Deutschland eine ähnliche Diskussion geführt, die sich vor allem gegen die Wertermittlungsgrundsätze nach der im Baugesetzbuch geregelten Verordnung über Grundsätze für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken richtet. Im Gegensatz zu der Debatte in den Vereinigten Staaten wird hierzulande jedoch hauptsächlich kritisiert, dass die deutsche Immobilienwertermittlung tendenziell zu einem Ausweis hoher Immobilienwerte über den gesamten Immobilienzyklus führt.⁵³⁵ In Bezug auf Projektentwickler sind keine Studien bekannt, die sich empirisch mit dem Themenfeld der Rationalität auseinandersetzen. Hier kann lediglich festgestellt werden, dass eine Überbewertung der Immobilien das Verhältnis von Marktwert und Her-

⁵³¹ Vgl. Berger/Udell (2003); Mejia (1999). Berger und Udell führen dieses Verhalten auf den Zeitraum zurück, der seit dem letzten starken Abschwung am Immobilienmarkt und den damit verbundenen Kreditausfällen vergangen ist. Im Zeitablauf nimmt die Vorsicht der erfahrenen Kreditsachbearbeiter ab, während gleichzeitig die Anzahl der unerfahrenen Kreditsachbearbeiter ansteigt. Vgl. Berger/Udell (2003), S. 15f. Die beiden Autoren erbringen damit eine empirische Untermauerung für das in Punkt 3.2.1.5 bereits dargestellte Modell von Guttentag und Herring, das im Verlauf der letzten Jahre zunehmend für die Erklärung der Rolle von Fremdkapitalvergabe im Immobilienmarktzyklus herangezogen wird. Vgl. Collyns/Senhadji (2003), S. 102f; Herring/Wachter (2003), S. 220-223; Banque Nationale de Belgique (2000a), S. 42; Herring/Wachter (1999), S. 10-18.

⁵³² Vgl. Benson (1993).

⁵³³ Vgl. Bradley (1990); Brown (1984); Roulac (1982).

⁵³⁴ Vgl. Pyhrr et al. (1996), S. 14f, 23f; Born/Pyhrr (1994), S. 455f, 474f.

⁵³⁵ Vgl. Engel/Kieffer (2005), S. 16. Ein zentraler Kritikpunkt ist dabei vor allem die im Ertragswertverfahren unterstellte Fiktion eines „nachhaltig erzielbaren“ Rothertrages. Vgl. Leykam (2005), S. 1; Garthe (2004), S. 46.

stellungskosten verzerrt und sich damit mitverantwortlich für die Überbauung am Flächenmarkt zeigt. Zusätzlich gelten die in Punkt 3.1.3.2 aufgezeigten Effekte der Verfügbarkeit von Eigen- und Fremdkapital.

Hinweise auf eine eingeschränkte Rationalität der Akteure am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt liefern Befragungen, die direkt erheben, auf welche Arten von verfügbaren Informationen die Marktteilnehmer zurückgreifen. Eine Befragung der Beratungsgesellschaft Dr. Langen & Wieland Management Partner unter 30 institutionellen Immobilieninvestoren aus dem Jahre 2000 zeigt, dass im Zentrum der Informationsbeschaffung selbst von bedeutsamen Immobilieninvestoren die Marktberichte der großen Maklerhäuser stehen.⁵³⁶ Eine an der Universität Hamburg durchgeführte Umfrage unter 190 institutionellen Immobilieninvestoren aus dem Jahre 2001 offenbart ebenfalls einen starken Rückgriff auf Marktberichte und eine nur nachrangige Nutzung volkswirtschaftlicher Kennzahlen. Dieselbe Untersuchung zeigt auch deutlich, dass die Marktteilnehmer nur zu einem sehr geringen Prozentsatz systematisch Modelle zur Risikoanalyse – bspw. Szenarioanalysen, Sensitivitätsanalysen oder Wahrscheinlichkeitsverteilungen – einsetzen. Überwiegend vertrauen die jeweiligen Entscheider auf ihre persönliche Fähigkeit, Marktentwicklungen abschätzen zu können.⁵³⁷ Eine durch die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young unternommene Analyse des Risikomanagements bei 250 Finanzinstituten, Projektentwicklern, institutionellen Investoren und Immobilien-Aktiengesellschaften aus dem Jahr 2004 weist ähnliche Ergebnisse aus. Zwar fällt dabei der Anteil der Marktteilnehmer, die systematisch Modelle zur Risikountersuchung einsetzen, höher aus, jedoch kommt vielfach immer noch der „gesunde Menschenverstand“ zum Einsatz.⁵³⁸ Unter den Informationsquellen dominieren immer noch die Marktberichte, während bspw. Konjunktureinschätzungen nur in 50% der Fälle häufig Eingang in die Entscheidungen finden.⁵³⁹

Angesichts dieser Ergebnisse stellt sich die Frage nach dem Grund für die eingeschränkte Nutzung der verfügbaren Informationen. An dieser Stelle wird argumentiert, dass – neben der bereits angeführten, aber hier nicht weiter untersuchten begrenzten Kapazität der Entscheider – vor allem die eingeschränkte Befähigung der Marktteilnehmer auf Immobilienmärkten im Allgemeinen und in Deutschland insbesondere dafür

⁵³⁶ Vgl. Leykam (2000), S. 1.

⁵³⁷ Vgl. Pfnür/Armonat (2001), S. 73-76.

⁵³⁸ Leider ist im Vergleich zu der Studie von Pfnür und Armonat nicht feststellbar, ob der höhere Anteil auf eine Professionalisierung im Zeitablauf oder schlicht auf den Einbezug unterschiedlicher Gruppen zurückgeht.

⁵³⁹ Vgl. Frensch/Waldburg/Zippel (2004), S. 19f.

verantwortlich ist. Wie in Punkt 3.2.1.3 erläutert, liegt eine eingeschränkte Fähigkeit zur Informationsverarbeitung in der Tatsache begründet, dass die Akteure nicht von Geburt an mit dem notwendigen Wissen über das wahre Modell der Volkswirtschaft bzw. die wahre Funktionsweise von Immobilienmärkten ausgestattet sind. Aus diesem Grund sind sie auf Lernprozesse angewiesen, die ihnen das nötige Wissen vermitteln. Durch die ausgeprägte Heterogenität der Immobilienmärkte in Bezug auf regionale und typologische Aspekte sowie die faktische Nichtidentität jedes erdenklichen Immobilienpaares wird dieser Lernprozess jedoch massiv erschwert, da Erfahrungen nicht eindeutig auf neue Situationen übertragbar sind. Unter diesen Umständen befindet sich der einzelne Akteur – wie bereits angemerkt – in einem Zustand starker Abhängigkeit vom kollektiv verfügbaren Wissen und Urteilen. Da die Dynamiken auf Immobilienmärkten vielfach von exogenen Faktoren abhängen, stellt sich die Frage, welche Form dieses kollektiv verfügbare Wissen annehmen kann und annehmen muss: „Since property encompasses the physical structures that house society’s personal, commercial, and institutional involvements and interactions, virtually any factor relevant to the human condition is relevant to property. The challenge, then, is to determine what relevant knowledge is but not part of [!] property discipline and what is in fact part of the property discipline“⁵⁴⁰.

Wie das in Abschnitt 1.4 erläuterte Haus der Immobilienökonomie demonstriert, stellt die Immobilienökonomie eine interdisziplinäre Wissenschaft dar, die über die Betriebswirtschaftslehre hinaus auf Elemente vieler verschiedener Fachbereiche zurückgreift und sie neu zusammenfügt. Dieser vor allem an der ebs, Oestrich-Winkel, weiterentwickelte Ansatz geht in seinen Grundzügen auf Graaskamp, einen der Pioniere im Bereich der immobilienökonomischen Forschung und Lehre, zurück.⁵⁴¹ Auch wenn die Verbreitung des Ansatzes zunimmt,⁵⁴² so steht er jedoch im internationalen Vergleich immer noch im starken Wettbewerb mit alternativen Interpretationen dessen, was die Immobilienökonomie ausmacht.⁵⁴³ Das kollektiv verfügbare Wissen variiert demgemäß. Hinzu kommt, dass selbst Institutionen, die einen bestimmten Ansatz verfolgen, in ihrer didaktischen Schwerpunktsetzung stark voneinander abweichen. Insofern variieren

⁵⁴⁰ Roulac (2002), S. 12.

⁵⁴¹ Vgl. Black et al. (1996), S. 183; Dasso/Woodward (1980), S. 411f; Graaskamp (1976).

⁵⁴² Vgl. Schulte/Schulte-Daxböck (2005), S. 87. Einer europaweiten Umfrage des amerikanischen Urban Land Institute (ULI) zufolge stellt die ebs in Europa die Institution mit dem zweitstärksten Einfluss im Bereich der immobilienökonomischen Ausbildung dar. Vgl. Lizieri/Baum (2002), S. 7.

⁵⁴³ Schulte und Schulte-Daxböck weisen hier auf den britischen „surveying approach“ und den nordamerikanischen „investment & finance approach“ hin. Vgl. Schulte/Schulte-Daxböck (2003a), S. 2-12; Schulte/Schulte-Daxböck (2000), S. 63. Vor allem der letztgenannte Ansatz erfreut sich vor allem auf internationalen Forschungskonferenzen immer noch einer großen Beliebtheit, jedoch nimmt sein Einfluss allmählich ab. Vgl. Schulte (2003), S. 111f.

auch die vermittelten Teilmengen des jeweiligen kollektiven Wissens, an dem die Studierenden partizipieren. Beide Variationen sind kennzeichnend dafür, dass die Debatte darum, was den so genannten body of knowledge, den Kern der Immobilienökonomie und damit das für ein erfolgreiches Engagement auf Immobilienmärkten notwendige Wissen, ausmacht, bisher nicht mit Erfolg geführt werden konnte.⁵⁴⁴ Dies gilt umso mehr angesichts der zunehmenden Internationalisierung der Immobilienwirtschaft und den damit ansteigenden Anforderungen an die Marktteilnehmer.⁵⁴⁵ Selbst unter der Annahme, dass in dieser Beziehung zukünftig eine Einigung zu erwarten ist, bleiben Zweifel, ob Rationalität damit gewährleistet werden kann, da in der Literatur teilweise in Frage gestellt wird, ob alle interdisziplinären Aspekte der Immobilienökonomie insgesamt vermittelbar sind.⁵⁴⁶ Die Folge wäre eine natürliche Begrenzung der Rationalität auf Immobilienmärkten.

Wie Schulte feststellt, teilt sich die Immobilienausbildung in Deutschland in zwei Lager auf, und zwar einerseits in die traditionell qualitativ hochwertige und stark regulierte technische Ausbildung und andererseits in die weitestgehend unregulierte kaufmännische Ausbildung. Immobilienbezogene Inhalte wurden in den Wirtschaftswissenschaften allenfalls am Rande behandelt, so dass das kollektiv verfügbare Wissen starken Einschränkungen unterlag. Hinzu kam, dass gerade im betriebswirtschaftlichen Bereich der Immobilienökonomie kaum Zugangsbeschränkungen oder Mindestanforderungen bestanden, so dass sich jedes Individuum am Markt engagieren konnte, sofern es dies wünschte.⁵⁴⁷ Zwei Ereignisse sorgten hier für eine Initialzündung im systematischen Ausbau der Fähigkeiten der Akteure am deutschen Immobilienmarkt. Auf der einen Seite handelte es sich dabei um die Initiierungen der ebs IMMOBILIENAKADEMIE und des Stiftungslehrstuhls Immobilienökonomie an der ebs, die ihre Tätigkeiten im Bereich der Aus- und Weiterbildung aufnahmen und damit andere Institutionen ermutigten, ihrem Beispiel zu folgen.⁵⁴⁸ Auf der anderen Seite handelte es sich um die Gründungen des Deutschen Verband Chartered Surveyors (DVCS)⁵⁴⁹ 1993 und der Society of Accredited Real Estate Programs (SAREP) in 1998, die jeweils unterschiedliche Standards für die deutsche und internationale Immobilienausbildung setzen.⁵⁵⁰ Es

⁵⁴⁴ Vgl. Black/Rabianski (2003), S. 49; Schulte (2003), S. 97; Rabianski/Black (1999), S. 22; Epley (1996), S. 229, 234.

⁵⁴⁵ Vgl. Roulac (2002), S. 3-5.

⁵⁴⁶ Vgl. Dasso/Woodward (1980), S. 409.

⁵⁴⁷ Vgl. Schulte (2002b), S. 125f; Schulte (2000), S. 36.

⁵⁴⁸ Vgl. Schulte/Schulte-Daxböck (2005), S. 82; Schulte (2002b), S. 133f; Hennings (2000), S. 49f.

⁵⁴⁹ Heute: RICS Deutschland.

⁵⁵⁰ Vgl. Niederstadt (2005), S. 18; Schulte/Schulte-Daxböck (2003b), S. 15-17; Schulte (2002b), S. 127-129.

ist damit zu rechnen, dass die resultierende Professionalisierung der Immobilienwirtschaft über eine bessere Ausbildung und einen professionelleren Einsatz des analytischen Instrumentariums einen wichtigen Schritt hin zu einer gesteigerten Rationalität und damit zu einer geringeren Ausprägung des psychologischen Faktors auf Immobilienmärkten sorgen.⁵⁵¹ Dennoch wurden hier lediglich die ersten Schritte auf einem langen Weg beschritten.

3.2.2.2 Aus Sicht der Transparenz

Schulte, Rottke und Pitschke beschreiben Transparenz auf Immobilienmärkten als einen Zustand, in dem die Funktionsweise des Marktes und die dafür maßgeblichen Variablen erkannt werden und jederzeit ein Maximum an Informationen zur Verfügung steht.⁵⁵² Ohne dass sie explizit auf die Theorie der rationalen Erwartungen hinweisen, scheint in dieser Definition ein eindeutiger Bezug auf das wahre Modell vorzuherrschen und auf die damit verbundene Unterscheidung zwischen Risiko und Ungewissheit. Um den Grad an Transparenz zu untersuchen, wird zunächst dargestellt, wie es allgemein um die Informationsverfügbarkeit auf Immobilienmärkten bestellt ist. Es folgt eine Untersuchung der Gegebenheiten auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt und eine abschließende Diskussion der Konsequenzen für das Verhalten der Marktakteure.

Einen im Zusammenhang von Transparenz auf Immobilienmärkten wichtigen Aspekt stellt die Diskussion um die Effizienz von Immobilienmärkten dar. Im Kern geht es dabei um die Frage, ob die Preise am Markt alle verfügbaren Informationen widerspiegeln und daher die richtigen Signale für das Handeln der Marktakteure setzen. Dabei wird unterschieden zwischen der schwachen Form der Effizienz, derzufolge in den Preisen alle historischen Informationen enthalten sind, der semi-starken Form der Effizienz, die eine Verarbeitung aller gegenwärtig verfügbaren Informationen erfordert und der starken Form der Effizienz, die dadurch gekennzeichnet ist, dass Preise auch Insiderinformationen wiedergeben.⁵⁵³ In der immobilienökonomischen Literatur stehen sich hier grundsätzlich zwei unterschiedliche Positionen gegenüber.⁵⁵⁴ Die erste Position unterstellt, dass Gewerbeimmobilien innerhalb eines Stadtbereichs Substitute mit einem klar definierten relativen Preisverhältnis darstellen, was einerseits auf die Mobilität der Wirtschaftssubjekte und andererseits auf die im Zeitablauf stabilen Präferenzen

⁵⁵¹ Vgl. Wernecke (2004), S. 46.

⁵⁵² Vgl. Schulte/Rottke/Pitschke (2005), S. 91.

⁵⁵³ Vgl. Fama (1970), S. 383. Der Preisbegriff bezieht sich in den nachfolgenden Ausführungen sowohl auf Mietpreise als auch auf Investitionspreise.

⁵⁵⁴ Vgl. Ball/Lizieri/MacGregor (1998), S. 190-193.

der Wirtschaftssubjekte sowie die stabilen Attribute der Objekte zurückgeführt werden kann. Preisrelevante Veränderungen von Angebot und Nachfrage entwickeln sich nur langsam und werden von den Preisen widerspiegelt.⁵⁵⁵

Die zweite Position geht davon aus, dass Preise auf Immobilienmärkten nicht alle verfügbaren Informationen enthalten können, da Immobilien keine homogenen Güter darstellen, die notwendigen Informationen nicht verfügbar sind und Transaktionen nicht zwischen einer Vielzahl an Käufern und Verkäufern ausgehandelt werden. Die Heterogenität der Immobilien beruht dabei vor allem auf der Unterschiedlichkeit des Standortes, der Typologie sowie des Bündels an Charakteristika, das jede Immobilie einzigartig werden lässt.⁵⁵⁶ Aufgrund der Tatsache, dass Immobilien sich unterscheiden, sinkt ihre Substituierbarkeit, während gleichzeitig der Bedarf an Informationen über die wertdeterminierenden Eigenschaften einzelner Objekte ansteigt. Selbst bei einer unterstellten Informationsverfügbarkeit entsteht hier eine Entscheidungssituation unter Ungewissheit: „The very large number of ways in which properties can differ, even though some of the differences may be small, make it statistically impossible to determine the prices of all of the characteristics since the number of differing characteristics in any submarket will be greater than the number of [...] prices observed“.⁵⁵⁷ Sie wird zusätzlich dadurch verstärkt, dass die Anzahl von verfügbaren Vergleichstransaktionen im Regelfall starken Einschränkungen unterliegt, dass die Informationsgenerierung mit hohen Kosten verbunden ist und dass die Aussagekraft von einmal erworbenen Informationen im Zeitablauf abnimmt.⁵⁵⁸ Unter diesen Umständen sind weder der Käufer (Mieter) noch der Verkäufer (Vermieter) einer Immobilie genau über den fundamentalen Preis eines Objektes informiert. Der Transaktionspreis schwankt daher innerhalb einer gewissen Spannbreite und wird innerhalb dieser Spannbreite von Verhandlungsmacht, Psychologie, Zugang zu Informationen und der Einschaltung eines Maklers bestimmt.⁵⁵⁹

Aufgrund ihrer größeren Heterogenität werden Gewerbeimmobilienmärkte durch die zweite Theorie treffender charakterisiert als Wohnimmobilienmärkte.⁵⁶⁰ Wie bereits angemerkt, steigt daher der Bedarf an verlässlichen Informationen, so dass die Frage entsteht, ob die vorhandenen Informationen den an sie gestellten Anforderungen ge-

⁵⁵⁵ Vgl. Ball/Lizieri/MacGregor (1998), S. 192; DiPasquale/Wheaton (1996), S. 22-34.

⁵⁵⁶ Vgl. Evans (2004), S. 61-64; Evans (1995), S. 16-21.

⁵⁵⁷ Evans (1995), S. 21.

⁵⁵⁸ Vgl. Evans (2004), S. 63f.

⁵⁵⁹ Vgl. Evans (1995), S. 23-27.

⁵⁶⁰ Vgl. Ball/Lizieri/MacGregor (1998), S. 193.

recht werden. Die Zyklusexperten Pyhrr, Born und Roulac erteilen selbst den als relativ transparent angesehenen nordamerikanischen Immobilienmärkten diesbezüglich eine Absage und charakterisieren die vorhandenen Datenquellen generell als unzuverlässig und von schlechter Qualität.⁵⁶¹ Andere Immobilienforscher pflichten ihnen bei und kritisieren, dass Transaktionspreise gar nicht oder nur unvollständig veröffentlicht werden, so dass der wahre Wert einer Transaktion unbekannt bleibt.⁵⁶² Die Problematik einer geringen Anzahl vergleichbarer Transaktionen wird dabei teilweise durch den Umstand verschärft, dass die Informationen privater Natur sind und die Marktteilnehmer kein Interesse haben, sie mit anderen Akteuren zu teilen, um sich im Wettbewerb nicht schlechter zu stellen.⁵⁶³ Für eine adäquate Modellierung der Funktionsweise und der zukünftigen Entwicklung von Gewerbeimmobilienmärkten stehen daher nicht einmal in den transparentesten Märkten in ausreichendem Umfang Informationen zur Verfügung.⁵⁶⁴ Dieser Umstand trägt in nicht unerheblichem Maße zur Ineffizienz der Märkte bei.

Das international tätige Immobilienberatungsunternehmen Jones Lang LaSalle (JLL) veröffentlicht einmal im Jahr seinen Global Real Estate Transparency Index, in dem es die Transparenz auf 50 weltweiten Immobilienmärkten untersucht und bewertet. Dabei fließen die folgenden Kriterien in die Analyse ein:

- Verfügbarkeit von akkuraten Finanz- und Marktdaten
- Regulatorische und rechtliche Rahmenbedingungen
- Sicherung des rechtlichen Anspruches und Durchsetzbarkeit von auf Immobilien beruhenden Forderungen
- Art und Umfang der Offenlegung und Corporate Governance im Bereich der börsennotierten Immobiliengesellschaften
- Planungsrechtliche Grundsätze

Auf der daraus abgeleiteten Rangliste, die von Australien, Neuseeland, den Vereinigten Staaten und Großbritannien angeführt wird, steht Deutschland auf Platz 10 und damit in der zweiten von fünf möglichen Kategorien. Der deutsche Gewerbeimmobilienmarkt wird somit als „transparent“ eingestuft.⁵⁶⁵ Dass eine derartige Charakterisierung nicht im eigentlichen Sinn des Wortes zu verstehen ist, belegen die Aussagen

⁵⁶¹ Vgl. Pyhrr et al. (2003), S. 10; Pyhrr/Roulac/Born (1999), S. 62.

⁵⁶² Vgl. Hendershott/Hendershott/Ward (2003), S. 1001f; Federal Deposit Insurance Corporation (1997), S. 138f.

⁵⁶³ Vgl. Mueller (1995), S. 50; Fisher (1992), S. 174.

⁵⁶⁴ Vgl. Key et al. (1994), S. 42.

⁵⁶⁵ Vgl. Bellman et al. (2004), S. 1, 17.

diverser Immobilienforscher, die die Entwicklung der Transparenz auf dem deutschen Markt näher untersucht haben. Zwar hat sich die Verfügbarkeit von Marktreports, von digitalen Informationsquellen und von Informationen über Immobilienanlageprodukte stark erhöht. Auch nahm die Standardisierung der Immobilienanlageprodukte ebenso zu wie der Einsatz von Maßnahmen zur Performancemessung. Dazu kommt, dass das regulatorische Umfeld eine verstärkte Transparenz und Offenlegung erfordert und die Qualität und Quantität der immobilienökonomischen Forschung an Universitäten ausgeweitet wurde. Dies schlägt sich nicht zuletzt in der Veröffentlichung der ersten deutschen immobilienbezogenen Publikation mit explizit wissenschaftlichem Anspruch, der Zeitschrift für Immobilienökonomie (ZIÖ), im Jahr 2002 nieder. Dennoch bleiben noch viele Problemfelder unberührt, da bspw. die Marktteilnehmer in Deutschland in besonderem Maße davor zurückschrecken, ihre internen Informationen zu veröffentlichen und eine amtliche Statistik im Bereich der Gewerbeimmobilien so gut wie nicht existiert.⁵⁶⁶ Als weiteres Problem erweist sich, dass die Marktreports, die – wie der vorangegangene Punkt belegt – eine Hauptinformationsquelle der Marktteilnehmer darstellen, von verschiedenen Institutionen herausgegeben werden, überwiegend unterschiedliche Werte ausweisen und nur in unregelmäßigen Abständen aktualisiert werden.⁵⁶⁷ Insgesamt besteht somit noch ein deutlicher Abstand zu den von JLL als sehr transparent bezeichneten Immobilienmärkten. Wie bereits geschildert, genügt selbst die Transparenz der sehr transparenten Märkte für eine angemessene Betrachtung des Phänomens des Immobilienzyklus oft nicht aus. Auch im Bereich der Informationsverfügbarkeit scheint daher möglicherweise eine natürliche Begrenzung zu existieren.⁵⁶⁸

Die Folgen der eingeschränkten Transparenz sind vielschichtig. Erstens bewahrheitet sich auch für Immobilienmärkte eine der fundamentalen Feststellungen von Knight: „Because real estate decisions are inevitably based on uncertain, imprecise, and incomplete information, trust looms large”.⁵⁶⁹ Solange Akteure am Immobilienmarkt nur über einen eingeschränkten Informationsbestand verfügen, wird ihre Handlungsbereitschaft nicht nur von ihren Erwartungen determiniert, sondern ebenso von ihrem Vertrauen in die Korrektheit dieser Erwartungen. Zweitens limitiert die Informationsmenge

⁵⁶⁶ Vgl. Schulte/Rottke/Pitschke (2005), S. 106f; Beyerle (2003), S. 4; Pfnür/Armonat (2001), S. 79.

⁵⁶⁷ Vgl. Porten (2004), S. 3; Wernecke (2004), S. 137f; Beyerle (2003), S. 8. Hier zeichnet sich jedoch eine zunehmende Standardisierung ab, die nicht zuletzt auf die Bemühungen der Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) zurückgeht. Vgl. gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (2004); Leykam (2004a), S. 6.

⁵⁶⁸ Vgl. Wernecke (2004), S. 115.

⁵⁶⁹ Roulac (1999), S. 9.

die einsetzbaren Analyse- und Prognosemodelle,⁵⁷⁰ was insbesondere auf den deutschen Immobilienmarkt mit seinen bisher relativ kurzen Zeitreihen zutrifft.⁵⁷¹ Sie reduziert außerdem den Genauigkeitsgrad der Immobilienbewertungen, so dass in Deutschland mit einer Unsicherheitsmarge von plus/minus zehn Prozent gerechnet werden muss.⁵⁷² Drittens begünstigen ungenaue und in großzügigen zeitlichen Abständen veröffentlichte Daten eine Verstärkung der Verzögerungsmechanismen,⁵⁷³ so dass sich den Marktteilnehmern die Konsequenz ihres Handelns sowohl im positiven als auch im negativen Sinne nur spät erschließt. Viertens werden Marktteilnehmer mit einem eingeschränkten Informationsstand fehlende Fakten durch weiche Faktoren zu ersetzen bzw. zu ergänzen suchen,⁵⁷⁴ mit der Folge dass sich die in Punkt 2.1.2.4 dargestellte psychologische Interdependenz im Handeln der Individuen einstellt. Schließlich bewirkt die mangelnde Verfügbarkeit von Informationen, dass sich das Engagement der Marktteilnehmer auf die Märkte konzentriert, für die sie relativ betrachtet die besseren Informationen besitzen und in denen sie sich mit einem höheren Grad an Sicherheit bewegen. Ein subjektiv als geringer empfundenen Wagnis stellt daher einen der wichtigsten Gründe dar, aus denen sich in jedem Land die Immobilienaktivitäten der Marktteilnehmer nur auf die größten und wichtigsten Städte fokussiert wird.⁵⁷⁵ Alle fünf Argumente sprechen dafür, dass eine Erhöhung der Transparenz im Sinne aller Marktteilnehmer ist. Nur unter diesen Umständen wird es ihnen möglich sein, zukünftig fundiertere und damit bessere Entscheidungen zu treffen.⁵⁷⁶ Auch in dieser Beziehung bleibt noch ein langer Weg zu beschreiten.

3.2.2.3 Gesamtaussagekraft

Wie die Ausführungen der beiden vorangegangenen Punkte belegen, unterliegen die Erwartungen und Entscheidungen auf Immobilienmärkten den Beschränkungen sowohl der Ungewissheit als auch der eingeschränkten Rationalität. Bevor jedoch auf die Wirkungsweise eines immobilienbezogenen qualitativen Konjunkturindikators geschlossen werden kann, muss noch untersucht werden, ob die Möglichkeit besteht, dass die sich aus beiden Faktoren ergebenden Konsequenzen dadurch abgemildert

⁵⁷⁰ Vgl. Gallimore/Gray (2002), S. 111.

⁵⁷¹ Vgl. Wernecke (2004), S. 136-138.

⁵⁷² Vgl. Reichel (2005b), S. 37; Reichel (2005c), S. 37.

⁵⁷³ Vgl. Evans (1995), S. 16.

⁵⁷⁴ Vgl. Gallimore/Gray (2002), S. 114; Key et al. (1994), S. 69.

⁵⁷⁵ Vgl. Adair/Berry/McGreal (1994), S. 41f. Dies gilt insbesondere für internationale Immobilienengagements. Vor diesem Hintergrund ist nachvollziehbar, dass die Markttransparenz eine der größten Determinanten der Risikoprämie für erwartete Renditen aus internationalen Immobilieninvestitionen darstellt. Vgl. LaSalle Investment Management (2003), S. 8f.

⁵⁷⁶ Vgl. Schulte/Rottke/Pitschke (2005), S. 106.

werden, dass rationalere und besser informierte Akteure die Folgen der Handlungen von weniger rationalen und schlechter informierten Marktteilnehmer ausgleichen. Bspw. ist wahrscheinlich, dass einzelne Akteure über eine ausgeprägtere Fähigkeit zur Informationsverarbeitung verfügen werden und ihre Entscheidungen auf einen systematisch erworbenen und strukturierten Bestand an privaten Informationen stützen können. Somit stellt sich die Frage, ob ihnen Möglichkeiten zur Verfügung stehen, im Rahmen einer stabilisierenden Spekulation⁵⁷⁷ Gegenpositionen aufzubauen, die die Preise wieder näher an die Fundamentaldaten heranführen.

Spekulantengagieren sich vor allem auf Märkten mit homogenen Gütern, volatilen Preisen und geringen Transaktionskosten. Zudem erweisen sich häufige Preisnotierungen und ein großer Teilnehmerkreis für ihr Vorgehen als vorteilhaft.⁵⁷⁸ Die Märkte für direkte Immobilieninvestitionen weisen keines dieser Attribute auf, da die Objekte heterogen, die Preise nur über einen längeren Zeitraum volatil, die Transaktionskosten hoch, die Preisnotierungen selten und die Teilnehmerkreise in einem bestimmten Marktsegment in der Regel beschränkt ausfallen. Eine zusätzliche Erschwernis geht mit der Tatsache einher, dass Immobilien hohe Investitionssummen erfordern, so dass bedeutsame Kapitalvolumina notwendig sind, um eine gegenläufige Wirkung zu erzielen. Abstrahiert man von diesen Erschwernissen, so ist grundsätzlich denkbar, dass Spekulanten Immobilien kaufen, die unterbewertet sind, und dadurch korrigierend ins Preisgefüge eingreifen. Auf der anderen Seite steht ihnen jedoch keine Möglichkeit zur Verfügung, um über Leerverkäufe auf eine von den Fundamentaldaten nicht getragene Hausse einzuwirken. Eine potenzielle Überbewertung hält daher an bis die Kapitalzuflüsse im finanziellen Immobilienzyklus nachlassen.⁵⁷⁹ Die Möglichkeit zu Leerverkäufen würde die Existenz von Derivaten auf immobilienbezogene Basistitel voraussetzen. Der Versuch einer Einführung derartiger Wertpapiere wurde in der Vergangenheit bisher nur in Großbritannien unternommen und erwies sich als Fehlschlag.⁵⁸⁰ In ihrer Abwesenheit besteht gegenwärtig die Möglichkeit, an Immobilienmärkten auf fallende Kurse zu setzen, hauptsächlich im Leerverkauf von immobilienbezogenen Aktien⁵⁸¹ oder von Zertifikaten auf Aktienindizes wie den nordamerikanischen Homebuilding-

⁵⁷⁷ Als Spekulation wird in Übereinstimmung mit Aschinger die „durch Gewinnstreben motivierte Ausnutzung erwarteter zeitlicher Preisunterschiede eines Gutes auf einem bestimmten Markt bezeichnet“. Aschinger (2001), S. 1f. Sie wird als stabilisierend bezeichnet, sofern sie die Markteffizienz erhöht und Preisschwankungen verringert.

⁵⁷⁸ Vgl. Aschinger (2001), S. 8.

⁵⁷⁹ Vgl. Collyns/Senhadi (2003), S. 103; Herring/Wachter (2003), S. 218, 226.

⁵⁸⁰ Vgl. Rettberg (2005a), S. B8; Case/Shiller/Weiss (1993), S. 90.

⁵⁸¹ Vgl. Moerschen (2004), S. 25.

Index.⁵⁸² Kürzliche Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und in Großbritannien demonstrieren jedoch die Bemühungen, darüber hinaus Derivate vor allem auf Wohnimmobilien zu schaffen.⁵⁸³ Auch wird in Großbritannien gerade ein weiterer Versuch unternommen, Derivate mit dem Investment Property Databank (IPD) Gewerbeimmobilienindex als Basistitel zu kreieren.⁵⁸⁴ Da jedoch in absehbarer Zeit kein liquider Markt für Immobilienderivate auf Basistitel am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt entstehen wird, bleibt das psychologische Moment am Markt weitestgehend unberührt.⁵⁸⁵

Mit einem qualitativen Konjunkturindikator für Immobilienmärkte ist eine Reihe von Vorteilen verbunden. Wie bereits erläutert, beruht der Vorlauf des aus einer klassischen Konjunkturmfrage abgeleiteten Konjunkturindikators überwiegend auf einem zeitlichen Intervall, das von der Bildung von Beurteilungen und Erwartungen über die Aufstellung von Plänen bis zu der Umsetzung der Pläne in Realisationen reicht. Während sich die Realisationen auf anderen Märkten als den Immobilienmärkten in der amtlichen Statistik niederschlagen, ist eine amtliche Statistik für den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt so gut wie nicht existent. Es besteht somit eine Situation, die von informationellen Engpässen gekennzeichnet ist und daher mit der Lage in Deutschland zu dem Zeitpunkt verglichen werden kann, als Geschäftsklimaindikatoren erstmals durch das ifo Institut eingeführt wurden.⁵⁸⁶ Vor diesem Hintergrund würde ein funktionierender qualitativer Immobilienkonjunkturindikator nicht nur der konjunkturellen Prognose auf Immobilienmärkten dienen können, sondern aufgrund der Behebung zeitlicher, sachlicher und fachlicher Lücken in den Daten der amtlichen Statistik auch der Konjunkturdiagnose.⁵⁸⁷ Dies gilt besonders für die stark divergierenden Entwicklungen in einzelnen typologischen und regionalen Teilmärkten. Auch hier kann ein Immobiliengeschäftsklimaindikator aufgrund seiner Disaggregationsfähigkeit eine Breite an öffentlich zugänglichen Informationen bieten, die ansonsten unerreicht bliebe.⁵⁸⁸

Bezogen auf die Verhaltensrelevanz der Beurteilungen und Erwartungen spielt Vertrauen auf Immobilienmärkten eine wichtige Rolle. Der Vertrauensbegriff bezieht sich

⁵⁸² Vgl. o. V. (2004b), S. 141. Damit einhergehen würde nur der Ausgleich einer potenziellen Überbewertung der Aktientitel selbst.

⁵⁸³ Vgl. Rettberg (2005b), S. B8; Gersemann (2004), S. 26; Rettberg (2004), S. B1.

⁵⁸⁴ Vgl. Rettberg (2005a), S. B8.

⁵⁸⁵ Vgl. Gerhard (2002), S. 242f.

⁵⁸⁶ Vgl. Punkt 2.2.1.

⁵⁸⁷ Als nachteilig erweist sich die in Ermangelung einer amtlichen Statistik eingeschränkte Möglichkeit, die prognostische Güte zu verifizieren. Auf diesen Punkt wird gesondert in Punkt 5.2.1 eingegangen.

⁵⁸⁸ Vgl. Güntzel (1994), S. 36f.

dabei nicht allein auf das Vertrauen in die eigenen Erwartungen, sondern auch auf das Vertrauen in die Urteile und Erwartungen von Kollegen und Geschäftspartnern, die – möglicherweise basierend auf privaten Informationen oder Erfahrung – Erwartungen hegen, die nicht mit den eigenen übereinstimmen. Vertrauen dient hierbei sowohl der Substitution als auch der Ergänzung eigener Informationen und Analysen.⁵⁸⁹ Seine Rolle darf daher nicht nur aufgrund einer limitierten Informationsverfügbarkeit nicht unterschätzt werden, sondern ebenso, weil Immobilienmärkte in besonderem Maße auf der Interaktion einer Vielzahl von Menschen basieren: „The essence of property is human behavior“⁵⁹⁰. Damit einher geht die Möglichkeit temporärer Übersteigerung bzw. Abschwächung der Verhaltensrelevanz der Beurteilungen und Erwartungen. Angesichts der beschränkten Verfügbarkeit von Informationen ist darüber hinaus zu erwarten, dass die Handlungen nicht nur von Erwartungen abhängen, sondern dass Beurteilungen der gegenwärtigen Lage ebenfalls eine Rolle spielen. Diese Hypothese wird nicht zuletzt von der Tatsache unterstützt, dass die Marktteilnehmer als Hauptinformationsquelle die Marktberichte der Maklerhäuser nutzen, die in den meisten Fällen keine Prognosen beinhalten, sondern überwiegend anhand einzelner Kennzahlen die gegenwärtige Lage auf Teilmärkten des Immobilienmarktes beschreiben.⁵⁹¹ Davon unberührt bleibt jedoch die prognostische Aussagekraft der durch die klassische Konjunkturumfrage erhobenen Informationen.

Die an Expertenbefragungen gestellten Anforderungen auf Immobilienmärkten fallen aus drei Gründen sehr hoch aus. Erstens muss unterstellt werden können, dass Experten eine höhere Befähigung für die Beurteilung der Konjunktur aufweisen, obwohl auch sie häufig nur einen Teil der für eine Prognose notwendigen privaten Informationen besitzen. Zweitens ist es notwendig, voraussetzen zu können, dass ein Experte Erfahrungen in allen Teilmärkten des Immobilienmarktes gleichzeitig gesammelt hat, da er ihre Entwicklung nur unter diesen Umständen verhältnismäßig gut einschätzen kann. In dem Maße jedoch, in dem Individuen über typologische und/oder regionale Spezialisierungen verfügen, steigt die Komplexität der Suche, da spezialisierte Experten schwerer zu identifizieren sind als in einem speziellen Markt aktive Akteure.⁵⁹² Drittens

⁵⁸⁹ Vgl. Roulac (1999), S. 8-10.

⁵⁹⁰ Diaz III (1999), S. 326.

⁵⁹¹ Diese Qualifizierung gilt nur in eingeschränktem Umfang bspw. für Marktberichte von JLL, die die von ihnen betrachteten Immobilienmärkte graphisch auf einem Immobilienzyklus einordnen. Gleichzeitig wird die Aussagekraft jedoch relativiert, indem das Unternehmen betont, dass aus den Angaben nicht auf zukünftige Marktentwicklungen geschlossen werden könne. Vgl. Powell/Leming (2004), S. 1.

⁵⁹² Bspw. stellen öffentliche und private Register in einem speziellen Markt aktive Unternehmen zusammen, nicht jedoch auf einen Markt spezialisierte Experten.

kann die konjunkturelle Entwicklung realistischweise nur modellgestützt beurteilt werden. Die Ableitung eines geeigneten Modells wird den meisten Experten jedoch aufgrund einer mangelnden Vertrautheit⁵⁹³ und der ihnen nicht zu Verfügung stehenden Informationen schwer fallen.

Unabhängig von diesen Betrachtungen bestehen noch weitere Kriterien, die für die Aussagekraft eines immobilienbezogenen qualitativen Konjunkturindikators Relevanz besitzen. Bspw. nennt das Swiss Institute for Business Cycle Research vier Kriterien,⁵⁹⁴ anhand derer überprüft werden kann, ob ein Dienstleistungssektor für Konjunkturumfragen geeignet ist. Da sowohl der Flächenmarkt als auch der Investmentmarkt in weiten Teilen vom Dienstleistungsgeschäft geprägt sind,⁵⁹⁵ müssen sie im vorliegenden Fall eingehender untersucht werden:

- Die Branche sollte hauptsächlich aus Unternehmen bestehen, die auf einem privaten Markt operieren, da von staatlichen Institutionen dominierte Branchen in geringerem Umfang kurzfristigen Konjunkturschwankungen unterliegen. Dieses Kriterium wird erfüllt, da gerade Immobilienmärkte durch einen außerordentlich hohen Anteil von privaten Transaktionen gekennzeichnet sind.⁵⁹⁶
- Die jeweilige Dienstleistungsbranche sollte ausgeprägte konjunkturelle Schwankungen aufweisen, da ansonsten eine Konjunkturumfrage nicht der richtige Ansatz zur Bestimmung der weiteren Entwicklung am Markt sein kann. Dass dieses Kriterium erfüllt wird, demonstrieren die Ausführungen in Punkt 3.1.1.5 und 3.1.3.
- Am Markt sollte keine monopolistische Struktur vorherrschen, da qualitative Befragungen eine Mindestanzahl von Teilnehmern voraussetzen, um Tendenzen ausweisen zu können.⁵⁹⁷ Auch dieses Kriterium ist am facettenreichen, vor allem mittelständisch organisierten Immobilienmarkt in Deutschland erfüllt.⁵⁹⁸
- Die Branche sollte einen angemessenen Stellenwert für die Gesamtwirtschaft haben, um für die Befragung ein ausgewogenes Kosten- / Nutzen-Verhältnis zu ermöglichen. Neuere Studien demonstrieren eindrucksvoll den Stellenwert, den

⁵⁹³ Vgl. Kapitel 1.1.

⁵⁹⁴ Vgl. Etter (1988), S. 406-408.

⁵⁹⁵ Vgl. ifo Institut für Wirtschaftsforschung (2005), S. 17f.

⁵⁹⁶ Eine Ausnahme hierzu bildet der von staatlicher Seite stark regulierte Wohnungsmarkt. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Privatisierung von Wohnungsbeständen und –Gesellschaften wird jedoch auch hier der staatliche Einfluss im Zeitablauf abnehmen. Vgl. Just (2005), S. 19-22.

⁵⁹⁷ Im extremen Fall eines Duopols könnte der Kontrapositionssaldo lediglich die Werte -100, 0 und 100 annehmen.

⁵⁹⁸ Vgl. Wernecke/Rottke/Holzmann (2004), S. 175.

die deutsche Immobilienwirtschaft im Rahmen des gesamten wirtschaftlichen Gefüges einnimmt.⁵⁹⁹

Obwohl alle Kriterien für die Implementierbarkeit von Konjunkturumfragen in Dienstleistungsbranchen erfüllt werden, sollten für eine zufrieden stellende inhaltliche Überprüfung weitere Kriterien ebenfalls in die Analyse eingehen. Im Folgenden wird daher anhand von selbst gewählter Aspekte untersucht, ob auf Immobilienmärkten von einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen ausgegangen werden kann.

Den ersten Hinweis auf eine mangelnde oder verzögerte Umsetzung der vor dem Hintergrund erwarteter Entwicklungen notwendigen Anpassungen können die hohen Kosten der Umsetzung liefern.⁶⁰⁰ Dies gilt im Hinblick auf einen bevorstehenden konjunkturellen Abschwung vor allem für den Projektentwicklungsmarkt des Modells wenn man beachtet, dass die laufende Bautätigkeit aufgrund von vertraglichen Verpflichtungen sowie laufenden Baufinanzierungskosten nicht ohne Vertragsstrafen unterbrochen werden kann und dass die Projektierungs- und Herstellungszeit von Immobilien in der Regel zwei bis fünf Jahre beträgt.⁶⁰¹ Auch im Investmentmarkt könnte es Investoren in einem solchen Fall Schwierigkeiten bereiten, trotz potenziell steigender Mittelzuflüsse⁶⁰² keine weiteren Gelder in Immobilien anzulegen und stattdessen in einem engen Zeitrahmen Immobilien zu verkaufen, um zyklische Wertverluste zu vermeiden. Leichter dürfte die Anpassung hier den Banken fallen, die in derselben Situation – unter der Annahme alternativer Anlagemöglichkeiten – ihre Kreditneuzusagen einschränken können. Gerade in Zeiten des Konjunkturabschwungs üben daher der Grad der Vorvermietung, die Höhe des Eigenkapitaleinsatzes, die Bonität des Darlehensnehmers und die Bonität der Mieter einen restriktiven Einfluss auf den Handlungsspielraum der Akteure aus.⁶⁰³

Einen zweiten Problempunkt stellt die langfristige Orientierung von Akteuren am Immobilienmarkt dar, aufgrund derer sich Erwartungen für die nächsten drei bis sechs Monate als weniger verhaltensrelevant erweisen könnten als bspw. Erwartungen für die nächsten 12 bis 24 Monate. Erwartungen und damit die aus ihnen abgeleiteten Geschäftsklimaindikatoren verlieren jedoch mit zunehmendem Prognosezeitraum an

⁵⁹⁹ Vgl. Bone-Winkel/Müller (2005); ifo Institut für Wirtschaftsforschung (2005), S. 16f.

⁶⁰⁰ Vgl. Nerb (1989a), S. 72.

⁶⁰¹ Vgl. Bone-Winkel/Schulte/Focke (2005), S. 19f.

⁶⁰² Dies gilt vor allem für institutionelle Anleger.

⁶⁰³ Vgl. Friedemann (2002), S. 43; Paschedag (2002), S. 72; Hommel/Lehmann (2002), S. 242-246.

Trefferbarkeit.⁶⁰⁴ Somit ergibt sich das scheinbare Paradoxon, dass das, was prognostizierbar ist, weniger beachtet wird, als das, was weniger prognostizierbar ist. Da aber langfristige Erwartungen am Immobilienmarkt eine große Rolle spielen⁶⁰⁵ und die Lernprozesse der Marktteilnehmer sowie ihr Verhalten vor allem auf Märkten, in denen Erwartungen von Bedeutung sind, Instabilitäten hervorrufen können, sollte zumindest der Versuch unternommen werden, sie zu operationalisieren. Betrachtet man alle sechs untersuchten Kriterien gemeinsam, so erscheint nach dem bisherigen Kenntnisstand eine Prognose der konjunkturellen Entwicklung an Immobilienmärkten durch Geschäftsklimaindikatoren prinzipiell möglich, jedoch muss sie in besonderem Maße die Eigenheiten des Marktes und die seiner Akteure berücksichtigen, um den Anspruch der Aussagekraft aufrechterhalten zu können.

Bevor das Konstrukt eines qualitativen Immobilienkonjunkturindikators zu diesem Zweck näher definiert und für den deutschen Immobilienmarkt operationalisiert werden kann, ist es aufgrund seiner Neuartigkeit notwendig, internationale Bestrebungen in dem Bereich zu untersuchen und einander gegenüberzustellen. Diese Untersuchung wird im Rahmen einer globalen Fallstudienanalyse durchgeführt. Sie ist Gegenstand des Kapitels 4.

3.3 Zusammenfassung der Ergebnisse

Ziel dieses Kapitels war es, auf dem zweiten Kapitel aufzubauen und die theoretischen Grundlagen auf Immobilienmärkte zu übertragen. Hierbei wurden die folgenden Ergebnisse erzielt:

- Erst das Verständnis aller drei inhaltlichen Immobilienteilmärkte – Flächenmarkt, Investmentmarkt und Projektentwicklungsmarkt – sowie ihrer Verbindungen erlaubt ein angemessenes Verständnis des Phänomens der Immobilienkonjunktur. Darüber hinaus liefert es die Basis für eine spätere Konzeption eines immobilienbezogenen qualitativen vorlaufenden Konjunkturindikators. Zunächst wurden daher modellhaft die Strukturen von Immobilienmärkten im Allgemeinen anhand des DiPasquale-Wheaton-Modells, des Fisher-Modells und des Archer-Ling-Modells dargestellt und erläutert. Dabei gilt es zu beachten, dass die postulierten Zusammenhänge langfristigen Charakter besitzen und erheblichen Verzögerungsmechanismen unterliegen, die großen Anteil an der Entstehung zyklischer

⁶⁰⁴ Vgl. Strigel (1989c), S. 64.

⁶⁰⁵ Vgl. Pfnür/Armonat (2001), S. 72; Wheaton (1987), S. 285-288; Evans (1995), S. 16f.

Schwankungen auf Immobilienmärkten haben. Zusätzlich können Sondereffekte wie steuerliche Erlasse oder die temporäre relative Attraktivität von Immobilien im Vergleich zu anderen Anlageklassen dafür sorgen, dass Verzögerungstendenzen verstärkt werden. Erst unter Beachtung dieser komplexen Wirkungszusammenhänge kann es gelingen, die Dynamiken auf Immobilienmärkten in ihrer Gesamtheit zu erfassen und zu prognostizieren.

- Anschließend erfolgte eine Thematisierung der Probleme der Immobilienkonjunkturforschung, die unter anderem darauf zurückgehen, dass der Immobilienzyklus in Forschung und Praxis oft als eindimensionales Phänomen behandelt wird. Tatsächlich handelt es sich bei der Immobilienkonjunktur jedoch um ein zweigeteiltes Phänomen, das sich aus einem physischen und einem finanziellen Immobilienzyklus zusammensetzt. Dabei bezieht sich der physische Immobilienzyklus auf die Variationen von Fundamentaldaten auf Immobilienmärkten wie Leerstandsrate und Mietzinsen. Der finanzielle Immobilienzyklus wiederum beschreibt die Bewertung der unterliegenden Fundamentaldaten auf Eigen- und Fremdkapitalmärkten, die sich durch ab- und zunehmende Kapitalflüsse und die sie begleitenden Preis- und Renditeschwankungen äußern. Von Bedeutung ist dabei die Tatsache, dass derartige Schwankungen nicht ausschließlich Veränderungen der Fundamentaldaten zum Ausdruck bringen, sondern bspw. Einflüssen finanzwirtschaftlicher Variablen wie Zinssätzen unterliegen. Erst eine getrennte Betrachtung beider Komponenten kann daher den Ausgangspunkt für eine angemessene Strukturierung des Gegenstands der vorliegenden Arbeit bilden.
- Der zweite Teil des Kapitels behandelte Immobiliengeschäftsklimaindikatoren. Zunächst wurde theoretisch aufgearbeitet, inwiefern Immobiliengeschäftsklimaindikatoren unter verschiedenen Konstellationen von Informationsverfügbarkeit und Rationalität (also im Rahmen der in Kapitel 2 erläuterten Voraussetzungen für rationale Erwartungen) notwendig sind. Dabei wurde erarbeitet, dass die Wirkungsweise des psychologischen Faktors und der Nutzen von Indikatoren, die auf eine Messung desselben abzielen, ansteigen, je geringer die Informationsverfügbarkeit und die Rationalität auf einem bestimmten Markt ausfallen. Gleichzeitig unterliegt die prognostische Aussagekraft mit abnehmender Informationsverfügbarkeit und sinkender Rationalität Sondereffekten, die bei der Interpretation der Indikatorsignale beachtet werden müssen. Daraufhin folgte die Begründung, warum sowohl die Rationalität als auch die Informationsverfügbarkeit auf Immobilienmärkten im Allgemeinen und auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt im Speziellen Einschränkungen unterliegen. Von besonderer Bedeutung war dabei die Erkenntnis, dass die Struktur von Immobilienmärkten es

selbst informierteren und rationaleren Akteuren erschwert, die Auswirkungen des psychologischen Faktors zu limitieren. Angesichts der Nachhaltigkeit des Einflusses des psychologischen Faktors erweist sich die Schaffung eines qualitativen Konjunkturindikators daher dauerhaft als nützlich.

4 Internationale Immobilienkonjunkturmfragen

4.1 Untersuchungsaufbau

4.1.1 Forschungsansatz

Wie Punkt 3.1.2 verdeutlicht hat, ist die Immobilienökonomie im Bereich der Immobilienkonjunkturforschung sowohl theoretisch als auch empirisch von großer Uneinheitlichkeit gekennzeichnet. Aus diesem Grund haben Kapazitäten auf dem Gebiet der Immobilienzyklen im Jahr 1999 begonnen, internationale akademische Bestrebungen in diesem Bereich zu erfassen und zu klassifizieren.⁶⁰⁶ Während zunächst vor allem ausführliche Literaturrecherchen und –Analysen zur Anwendung kamen⁶⁰⁷, setzten sie in einem preisgekrönten Forschungsbeitrag⁶⁰⁸ zum ersten Mal Fallstudien als Mittel zur Theoriegenerierung ein.⁶⁰⁹ Methodisch folgten sie dabei dem international anerkannten und in unzähligen Aufsätzen eingesetzten⁶¹⁰ Forschungsansatz von Eisenhardt.⁶¹¹ Aufgrund seines Stellenwertes für die vorliegende Arbeit wird dieser Ansatz nachfolgend dargestellt und an das gegenwärtige Forschungsziel angepasst.

Fallstudienbasierte Forschung erfasst die Merkmale eines einzelnen oder mehrerer einzelner Merkmalsträger, um auf diese Weise verallgemeinernde Rückschlüsse über die Ausprägung der Merkmale in der Grundgesamtheit der Merkmalsträger zu ziehen. Sie dient entweder dem Ziel der Deskription oder der Theoriegenerierung. Es handelt sich vor allem im letzteren Fall um eine induktiv orientierte Vorgehensweise, die qualitative und/oder quantitative Merkmale erhebt und auswertet. Die Datenerhebung findet

⁶⁰⁶ Einen Meilenstein stellte in diesem Zusammenhang die dem Thema Immobilienzyklen gewidmete Sonderausgabe des Journal of Real Estate Research dar (JRER, Vol. 18, Nr. 1/1999).

⁶⁰⁷ Vgl. Pyhrr/Roulac/Born (1999).

⁶⁰⁸ Der Beitrag gewann im Jahre 2002 den best research paper manuscript prize der American Real Estate Society (ARES). Die Preisträger waren Stephen Pyhrr, Waldo Born, Christopher Manning und Stephen Roulac. Vgl. Pyhrr et al. (2003), S. 1.

⁶⁰⁹ Eines der Ziele der Untersuchung war es, abzuleiten, was den Kern der Immobilienzyklusforschung ausmacht und wie sich dieser von anderen Forschungsgebieten der Immobilienökonomie abgrenzt. Ein weiteres Ziel bestand in der Ableitung eines nutzerfreundlichen Forschungsrahmens und Klassifizierungssystems, das den akademischen Wissensaustausch und die Quellensuche international systematisiert und fördert. Beide Ziele wurden im Rahmen von Fallstudieninterviews unter 17 weltweit führenden Forschern erreicht. Vgl. Pyhrr et al. (2003).

⁶¹⁰ Allein die Datenbank EBSCO weist aus, dass der betreffende Beitrag von Eisenhardt in über 600 in der Datenbank enthaltenen Aufsätzen Berücksichtigung gefunden hat. Vgl. EBSCO (2006).

⁶¹¹ Vgl. Eisenhardt (1989).

Schritt	Aktivität	Begründung
Anfang	Definition der Forschungsfrage A priori-Konstrukte Keine Theorie oder Hypothesen	Fokussierter Ansatz Bessere Absicherung von Merkmalen Theoretische Flexibilität
Auswahl der Fallstudien	Definierte Grundgesamtheit	Erhöhte Validität der Ergebnisse
	Bewusste Auswahl, keine zufällige Stichprobe	Auswahl der theoretisch sinnvollsten Fälle
Instrumente und Protokolle	Mehrdimensionale Form Informationssammlung	Stärkung und Absicherung der Theoriegenerierung
	Kombination von quantitativen und qualitativen Informationen	Synergien zwischen den verschiedenen Erkenntnissen
	Mehrere Forscher (sofern möglich)	Ausnutzung abweichender Perspektiven
Feldarbeit	Gleichzeitiger Ablauf von Datensammlung und –Analyse	Schnellere Resultate; Mögliche Anpassung der Vorgehensweise
	Flexible Datengenerierung	Einbezug von spontanen Wendungen und einzigartigen Eigenschaften
Datenanalyse	Analyse innerhalb einer Fallstudie	Erhöht Verständnis der Daten und ermöglicht erste theoretische Erkenntnisse
	Analyse über alle Fallstudien hinweg	Erfordert eine Abkehr von ersten Eindrücken und die Analyse aus verschiedenen Perspektiven
Ableitung von Hypothesen	Iterative Tabellierung der Erkenntnisse aus jeder Fallstudie	Schärfung der Definition des Konstruktes sowie seiner Validität und Messbarkeit
	Suche nach der fallstudienübergreifenden Logik	Bestätigung, Erweiterung und Überarbeitung der Theorie
	Suche nach dem Grund hinter den festgestellten Zusammenhängen	Aufbau einer internen Validität
Einbezug der Literatur	Vergleich mit abweichender Literatur	Erhöhung der internen Validität
	Vergleich mit übereinstimmender Literatur	Allgemeingültigkeit der Definition des Konstruktes
Abschluss	Wenn möglich, Abschluss nach Erreichen eines Punktes der theoretischen Sättigung	Ende des Prozesses wenn die marginale Verbesserung gering ausfällt

Tabelle 2: Theoriegenerierung durch fallstudienbasierte Forschung⁶¹²

im Rahmen von Interviews, Fragebögen, Archiv- und Datenbankauswertungen sowie verwandten Ansätzen oder von Kombinationen dieser Methodiken statt.⁶¹³

⁶¹² Quelle: Eisenhardt (1989), S. 533.

⁶¹³ Vgl. Eisenhardt (1989), S. 534-536.

Ausgangspunkt einer solchen Erhebung bildet idealerweise die Definition eines Forschungsproblems sowie eine Vorstellung bezüglich des zu untersuchenden Merkmals-trägers. Beide besitzen jedoch keinen definitiven Charakter, da der Verlauf der Untersuchung eine Modifikation des Forschungsproblems nahe legen oder sich eine frühere Vorstellung bezüglich des zu untersuchenden Merkmalsträgers als unbegründet erweisen kann.⁶¹⁴ Vor allem aber ist bei einem der Theoriegenerierung dienenden, fallstudienbasierten Forschungsansatz durchgängig darauf zu achten, nicht a priori durch bestehende Theorien beeinflusst zu werden. Häufig werden diejenigen Fälle betrachtet, bei denen die zu beobachtenden Merkmale besonders ausgeprägt oder am ehesten einer Erhebung zugänglich sind.⁶¹⁵ Oft stellt sich jedoch erst im Verlauf der Untersuchung heraus, welche Informationen von besonderer Bedeutung sind oder sein können. Es wird daher versucht, von Anfang an eine Vielzahl an Beobachtungen zu sammeln.⁶¹⁶ Die beobachteten Merkmalsausprägungen werden schließlich sowohl im Rahmen jeder einzelnen Fallstudie als auch fallstudienübergreifend interpretiert, um auf diese Weise Hypothesen über die tatsächliche Beschaffenheit des Phänomens abzuleiten. Schließlich erfolgt eine Diskussion der abgeleiteten Hypothesen vor dem Hintergrund sowohl verwandter als auch fachfremder relevanter Literatur, wobei Abweichungen und Gemeinsamkeiten in gleichem Maße Aufmerksamkeit finden (vgl. Tabelle 2).⁶¹⁷

Fallstudienbasierte Forschung ermöglicht es, neue Theorien zu generieren. Aus diesem Grund scheint ihr Einsatz vor allem für die vorliegende Arbeit viel versprechend, da im Bereich der umfragebasierten Konjunkturforschung auf Immobilienmärkten kaum Veröffentlichungen vorliegen.⁶¹⁸ Eine theoretische Basis für die Konzeption von immobilienbezogenen, qualitativen Konjunkturindikatoren besteht somit nicht, ist jedoch dringend erforderlich. Bei der im Folgenden dargestellten Durchführung der Fallstudien bleiben die in Kapitel 2 und Kapitel 3 erlangten Erkenntnisse und Annahmen zunächst unberücksichtigt, um den Erkenntnisgewinn nicht einzuschränken. Es werden explizit

⁶¹⁴ In dem Sinne ist der Prozess der Datenerhebung in erheblichem Maße mit dem Prozess der Datenanalyse verknüpft.

⁶¹⁵ Eine zufallsbasierte Stichprobenauswahl stellt eher die Ausnahme als die Regel dar.

⁶¹⁶ Die Erhebung einer Fallstudie ist oft als iterativer Prozess strukturiert.

⁶¹⁷ Vgl. Eisenhardt (1989), S. 534-545.

⁶¹⁸ Veröffentlichungen beziehen sich entweder auf den Zusammenhang zwischen Expertenbefragungen und Gesamtrenditen (vgl. Newell/McAllister/Brown (2003)) oder sie untersuchen lediglich den Zusammenhang zwischen Umfragedaten, die nicht durch Konjunkturumfragen erhoben wurden und Daten der amtlichen Statistik über den Wohnimmobilienmarkt (vgl. Goodman (1994)). Wie bereits in Punkt 2.2.1 erläutert, stellt sich im Fall von Expertenbefragungen eher die Frage nach dem eingesetzten Prognosemodell als nach der Verhaltensrelevanz der Erwartungen. Die Erkenntnisse des ersten Beitrags sind demnach nicht anwendbar. Der zweite Beitrag ergab in den meisten Fällen keinen nennenswerten Zusammenhang.

keine Annahmen bezüglich der Art und Anzahl der eingeschlossenen Institutionen, der regionalen Abdeckung, der (vor-, gleich- oder nachlaufenden) Qualität des Konjunkturindikators, seiner zeitlichen Reichweite, der angewendeten Verfahren, der Referenzgröße oder ähnlicher Kriterien getroffen. Vorstellungen über das zu untersuchende Phänomen werden nur bis zu einem Maß berücksichtigt, das sich als notwendig erweist, um die Grundgesamtheit aller in Frage kommenden Merkmalsträger abzugrenzen. Dabei kommen die folgenden Charakteristika zum Einsatz:

- Es wird eine regelmäßige Umfrage erhoben mit dem Ziel,
- Beurteilungen, Pläne und/oder Erwartungen der Marktteilnehmer
- auf dem Flächen- und/oder dem Investmentmarkt⁶¹⁹ zu erfassen und daraus
- ein Instrument zur Marktbeobachtung abzuleiten.

Dabei finden sowohl Umfragen Berücksichtigung, die sich an verschiedene Gruppen wenden als auch Umfragen, die eine einzelne Gruppe von Marktteilnehmern befragen. Für die Zwecke dieser Arbeit werden sie als polyinstitutionelle bzw. als monoinstitutionelle Umfragen bezeichnet.

Ein besonderer Problembereich ergibt sich bei der Identifikation der internationalen Merkmalsträger. Zwar werden laut Erhebungen des CIRET weltweit inzwischen 318 Konjunkturumfragen in 57 Ländern durchgeführt,⁶²⁰ jedoch erfassen die Übersichten außer einer Vielzahl von Erhebungen in der Baubranche keine einzige Konjunkturumfrage mit Immobilienbezug.⁶²¹ Da der Bausektor, auch wenn er einen wichtigen Faktor für die gesamtwirtschaftliche Konjunktur darstellt, nur eine eingeschränkte Perspektive auf das Phänomen der Immobilienkonjunktur eröffnet, wird lediglich ein einzelner, inhaltlich besonders geeigneter Merkmalsträger aus diesem Bereich als Fallstudie in die nachfolgende Untersuchung einbezogen.⁶²² Alle anderen erfassten Merkmalsträger sind das Ergebnis intensiver Internet- und Telefonrecherche, wobei die Auswahl angesichts der beschränkten Grundgesamtheit nahezu eine Vollerhebung darstellt, die

⁶¹⁹ Zwar wird in einzelnen Fallstudien explizit auf den Projektentwicklungsmarkt eingegangen, jedoch wird dieser in Analogie zum Modell von DiPasquale und Wheaton als Teil des Investmentmarktes aufgefasst. Vgl. DiPasquale/Wheaton (1992), S. 188.

⁶²⁰ Vgl. Kaiser/Spitz (2002), S. 1.

⁶²¹ Als Quelle diente hier die aktuellste Übersicht des CIRET aus dem Jahr 1998 (vgl. CIRET (1998)), die auch die Basis für die Aussage von Kaiser/Spitz (2002) lieferte. Der Umstand, dass sie jüngere Indikatoren wie den Texas Real Estate Confidence Index und den Washington Real Estate Confidence Index nicht abbildet, kann demnach auch auf die Aktualität des Datenmaterials zurückgehen. Angesichts der globalen Abwesenheit von qualitativen, immobilienbezogenen Konjunkturindikatoren liegt jedoch praktisch die Vermutung nahe, dass immobilienbezogene Konjunkturumfragen bisher noch nicht in Kombination mit international anerkannten und bewährten Indikatoransätzen durchgeführt wurden.

⁶²² Seine Eigenschaften werden ausführlich in der Literatur beschrieben. Vgl. Snyman (1994).

jedoch keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben kann.⁶²³ Umfragen wurden von der Darstellung ausgenommen, wenn sie sich an eine sehr limitierte Gruppe wenden,⁶²⁴ nur einen sehr eingeschränkten Teil des Immobilienmarktes betrachten,⁶²⁵ verbandsinterne Mitgliederbefragungen darstellen,⁶²⁶ inhaltlich anderen dargestellten Umfragen ähneln⁶²⁷ oder ihre Eignung als Fallstudie aus anderen Gründen beschränkt ist.⁶²⁸ Als Methode der Datengenerierung kommt in Abhängigkeit vom Einzelfall das strukturierte Telefoninterview, das strukturierte schriftliche Interview, das strukturierte persönliche Interview,⁶²⁹ die Analyse von Pressemitteilungen und Zeitungsartikeln oder eine Kombination mehrerer Methodiken zum Einsatz.

Um zu gewährleisten, dass die gewählte Untersuchungsmethodik dem Forschungsvorhaben gerecht wird, wird zusätzlich definiert, welches Ziel zu erreichen ist. Im Mittelpunkt stehen dabei die Anforderungen, die an einen Beitrag zur Theorie gestellt werden. Whetten, der Herausgeber der *Academy Management Review*⁶³⁰ nennt in diesem Zusammenhang vier Fragen, auf die ein theoretischer Beitrag im Idealfall eine Antwort liefert. Die erste Frage ist die Frage nach dem „was?“: „Which factors (variables, constructs, concepts) logically should be considered as part of the explanation

⁶²³ Der Anspruch der Vollständigkeit wird explizit nicht erhoben, da das Gebiet der immobilienbezogenen Konjunkturumfragen so intransparent ist, dass keinem einzigen Koordinator eines solchen Index ähnliche Indizes aus anderen Ländern (teilweise nicht einmal im eigenen Land) bekannt waren.

⁶²⁴ Vor diesem Hintergrund wurde das von der Dr. Lübke GmbH in Zusammenarbeit mit der Dr. ZitellmannPB. GmbH in Deutschland erstellte „Stimmungsbarometer der Offenen Immobilienfonds“ nicht in die Fallstudien einbezogen.

⁶²⁵ Hierbei wurde von einer näheren Untersuchung der von JLL Hotels weltweit durchgeführten „Hotel Investment Sentiment Survey“ und des deutschen „LBS-Immobilienbarometers“ abgesehen.

⁶²⁶ Daher entfiel der US-amerikanische „Housing Market Index“ der National Association of Home Builders.

⁶²⁷ Es wurde auf eine Darstellung der US-amerikanischen „Real Estate Investment Survey“ der Real Estate Research Corporation verzichtet, da die Umfrage inhaltlich eine große Ähnlichkeit zu der „Korpacz Real Estate Investor Survey“ aufweist. Auch wurde aus vergleichbaren Gründen von einer Darstellung der weniger umfassenden australischen „Ashe Morgan Winthrop Property Investors Survey“ abgesehen. Eine Ausnahme wurde bei den methodisch identischen Umfragen für den US-amerikanischen „Texas Real Estate Confidence Index“ und für den „Washington Real Estate Confidence Index“ gemacht, da beide für die vorliegende Arbeit unterschiedliche wichtige Rückschlüsse ermöglichen.

⁶²⁸ Der Rücklauf des in jährlichem Rhythmus erstellten „Guam Real Estate Confidence Index“ der The Captain Company auf der Insel Guam fällt eher gering aus. Zudem war die Übertragbarkeit der Erkenntnisse auf einen RECI für Deutschland beschränkt, so dass von einer Darstellung abgesehen wurde. Darüber hinaus wurde auf die Darstellung des „Angermann Geschäftsklimaindex“ verzichtet, der im Jahr 2002 einmalig als Teil einer Befragung der eigenen Kunden erstellt worden ist. Drittens unterblieb eine ausführliche Diskussion der britischen „Survey of Independent Forecasts: UK Property Investment“ des Investment Property Forum (IPF), die vierteljährlich einzelne Prognosen von ca. 25 Ökonometrikern erfasst und aggregiert. Vgl. Newell/McAllister/Brown (2003), S. 3f; Punkt 5.2.7. Schließlich entfiel eine Analyse des „Finnish Property Barometer“, das überwiegend die Einstellung ausländischer Immobilieninvestoren gegenüber einem Engagement in Finnland abfragt.

⁶²⁹ Die jeweils erhobenen Inhalte richteten sich nach den zum Befragungszeitpunkt vorliegenden Erkenntnissen über den Merkmalsträger.

⁶³⁰ Die *Academy of Management Review* ist eine weltweit angesehene wissenschaftliche Publikation, die das Ziel verfolgt, die Entwicklung neuer Theorien sowie die Überarbeitung bestehender Theorien in der Management- und Organisationslehre zu fördern und voranzutreiben.

of the social or individual phenomena of interest?“⁶³¹. Hierbei gilt es, einen Ausgleich zwischen Vollständigkeit und Angemessenheit zu schaffen. Die zweite Frage bezieht sich auf das „wie?“: „Having identified a set of factors, the researcher's next question is, how are they related?“⁶³² Zwischen den identifizierten Faktoren sind relevante Verbindungen aufzustellen, auch wenn der betreffende Forscher nicht die Möglichkeit hat, die postulierten Verbindungen empirisch zu überprüfen. Die dritte Frage interessiert sich für das „warum?“: „What are the underlying psychological, economic, or social dynamics that justify the selection of factors and the proposed causal relationships?“⁶³³ Dabei geht es um die Frage, warum die identifizierten Faktoren und die zwischen ihnen postulierten Verbindungen valide sind. Im Vordergrund steht dabei weniger eine empirische Überprüfung als eine inhaltliche, auf der Theorie basierende, Rechtfertigung. Schließlich bezieht sich die vierte Frage auf das „wer, wo, wann?“: „These conditions place limitations on the propositions generated from a theoretical model. These temporal and contextual factors set the boundaries of generalizability, and as such constitute the range of theory.“⁶³⁴ Viele Theorien werden in einem bestimmten Kontext und zu einem bestimmten Zeitpunkt abgeleitet. Die letzte Frage bezieht sich daher auf Übertragbarkeit der abgeleiteten Theorie auf andere Kontexte und andere Zeitpunkte. Sie ist von besonderer Bedeutung im Falle eines fallstudienbasierten, induktiven Vorgehens, da eine durch Induktion abgeleitete Theorie niemals verifiziert werden kann, höchstens falsifiziert. Gleichwohl muss beachtet werden, dass die Möglichkeiten eines Forschers, die Grenzen der von ihm aufgestellten Theorie vorherzusehen, eingeschränkt sind und wirklicher Erkenntnisfortschritt oft erst durch eine empirische Überprüfung erzielt werden kann.⁶³⁵

Bezogen auf einen immobilienbezogenen, qualitativen Konjunkturindikator werden die vier Fragen auf die folgende Art und Weise interpretiert:

1. Was: Welche Institutionen werden erfasst, welche Regionen und Typologien abgebildet und welche Informationen erhoben?
2. Wie: Wie können die Beziehungen innerhalb einzelner Institutionen, Regionen und Typologien sowie zwischen diesen Bereichen im Rahmen eines immobilienbezogenen, qualitativen Konjunkturindikators Berücksichtigung finden?

⁶³¹ Whetten (1989), S. 490.

⁶³² Whetten (1989), S. 491.

⁶³³ Whetten (1989), S. 491.

⁶³⁴ Whetten (1989), S. 492.

⁶³⁵ Vgl. Whetten (1989), S. 492.

3. Warum: Warum kann davon ausgegangen werden, dass sowohl die ausgewählten Faktoren als auch die zwischen ihnen unterstellten Beziehungen theoretisch fundiert sind und eine zielführende Marktbeobachtung gestatten?⁶³⁶
4. Wer, Wo, Wann: Welcher Art ist im jeweiligen Fall der Zusammenhang zwischen dem Indikator und der Immobilienkonjunktur? Inwiefern geht dieser Zusammenhang auf regionale, nationale oder institutionelle Besonderheiten zurück, von denen bei einem deutschen vorlaufenden qualitativen Konjunkturindikator auf Immobilienmärkten nicht zwangsläufig ausgegangen werden kann?⁶³⁷

Die Fragen eins und zwei werden für jede einzelne Fallstudie im Rahmen der „methodischen Untersuchungskriterien“ (vgl. Punkt 4.1.2) erhoben, während Antworten auf die Fragen drei und vier als die „volkswirtschaftlichen Anforderungskriterien“ (vgl. Punkt 4.1.3) in der Untersuchung Berücksichtigung finden. Hierbei gilt es zu beachten, dass die untersuchten Merkmale im Falle der „methodischen Untersuchungskriterien“ selbst gewählt werden, während im Falle der „volkswirtschaftlichen Anforderungskriterien“ derjenige Kriterienkatalog zur Anwendung kommt, der bei der Beurteilung der Qualität von Konjunkturindikatoren international eingesetzt wird. Über Kriterien, die in den beiden nachfolgenden Abschnitten zwar aufgeführt, aber nicht in den Fallstudien aufgegriffen werden, kann keine oder zumindest keine sachdienliche Aussage getroffen werden.⁶³⁸ Sie finden dementsprechend keine Berücksichtigung. Jede Fallstudie enthält eine Analyse sowie eine erste Interpretation der gewonnenen Erkenntnisse. Abschnitt 4.4 schließlich führt alle Erkenntnisse im Rahmen einer vergleichenden Gegenüberstellung aller Fallstudien zusammen.

4.1.2 Methodische Untersuchungskriterien

In diesem Punkt werden drei Kategorien vorgestellt, die einen Vergleich über alle Konjunkturumfragen hinweg ermöglichen sollen. Sie dienen der Theoriegenerierung. Daher werden ihnen a priori keine Ausprägungen zugeordnet (vgl. Tabelle 3).

⁶³⁶ Im Kern zielt diese Frage darauf ab, sicherzustellen, dass ein ermittelter prognostischer Zusammenhang inhaltlich begründet werden kann und nicht auf Faktoren zurückgeht, die unbeobachtet geblieben sind. Die Untersuchung kann dabei sowohl ex ante als auch ex post verfolgt werden, d.h. entweder aus Sicht der gewählten Methodik oder aus Sicht der damit erzielten Ergebnisse.

⁶³⁷ Internationale Vergleiche haben gezeigt, dass die Erfahrungen, die mit dem Einsatz von Konjunkturumfragen in einzelnen Ländern gesammelt wurden, nicht unreflektiert auf ein anderes Land übertragen werden können. Im Regelfall wurden die Konjunkturumfragen an die Gegebenheiten des lokalen Wirtschaftssystems angepasst, enthalten unterschiedliche Informationen und weisen einen unterschiedlichen zeitlichen Bezug zur jeweiligen Zielzeitreihe auf. Vgl. Santero/Westerlund (1996), S. 18.

⁶³⁸ Teilweise lagen die Informationen nicht vor. In anderen Fällen stimmte die betreffende Instanz keiner Veröffentlichung der entsprechenden Daten zu.

1. Rahmendaten	3. Methodik des Indikators
Name des Indikators bzw. des Indexes Herkunftsland Erhebende Institution Ansprechpartner Erstveröffentlichung	Ziel der Erhebung Definition des abgeleiteten Konstruktes Befragungsart Gliederung <ul style="list-style-type: none"> Regionale Gliederung Typologische Gliederung Institutionelle Gliederung
2. Fragenprogramm	
Befragte Art der erhobenen Information Anzahl und Art der Fragen Anzahl und Art der Antwortkategorien Erhobene Zeiträume Befragungsrhythmus Konstanz des Fragenprogramms im Zeitablauf	Befragte <ul style="list-style-type: none"> Auswahlkriterien Stichprobenverfahren Stichprobengröße Rücklaufquote Aggregation <ul style="list-style-type: none"> Quantifizierungsverfahren Gewichtungen Gewichtungskriterien Referenzgröße Veröffentlichung

Tabelle 3: Methodische Untersuchungskriterien⁶³⁹

4.1.3 Volkswirtschaftliche Anforderungskriterien

In diesem Punkt werden die Merkmale behandelt, denen ein Merkmalsträger in seiner Funktion als volkswirtschaftlicher Indikator für Immobilienmärkte zu entsprechen hat. Da im Rahmen der wenigen bestehenden Arbeiten über den Einsatz von Konjunkturindikatoren auf Immobilienmärkten kein vergleichbarer Kriterienkatalog aufgestellt wurde,⁶⁴⁰ beziehen sich die folgenden Ausführungen auf die international gültigen Anforderungskriterien des NBER. Dieser Teil der Untersuchung dient der Theorieerklärung und -Analyse, da es sich bei den Anforderungskriterien um Merkmale handelt, denen a priori eine Ausprägung zugeordnet wird. Das erste Kriterium beschäftigt sich in diesem Zusammenhang mit dem „why?“, während die restlichen fünf Kriterien Hilfestellung für die Ergründung des „who, where, when?“ gewähren.

⁶³⁹ Quelle: Eigene Darstellung.

⁶⁴⁰ Vgl. Matysiak/Tsolacos (2003); Witkiewicz (2002); Green (1997); Miller/Sklarz (1986).

1967 veröffentlichte das NBER im Rahmen eines Scoring-Modells sechs Anforderungskriterien für vorlaufende Konjunkturindikatoren,⁶⁴¹ die inzwischen in den meisten Industrieländern bei der Beurteilung und Auswahl von Indikatoren zur Anwendung kommen.⁶⁴² „[it] disciplines and systematises the judgement of both reviewer and user of the indicators. It is an effort to insure that all the important aspects of the evaluation problem are considered in a consistent and, to a significant extent, replicable way“⁶⁴³. Hierbei gehen die folgenden 6 Kriterien mittels eines komplexen Gewichtungssystems in das Verfahren ein und ergeben insgesamt einen Punktwert zwischen 0 und 100:⁶⁴⁴

1. Economic Significance (Ökonomische Bedeutung): Zwischen der Zielzeitreihe und ihrem Frühindikator muss ein ökonomisch logischer Zusammenhang bestehen. Bevorzugt werden hierbei Indikatoren, die bspw. viele Facetten der Zielzeitreihe abdecken und Prozesse abbilden, die einen hohen Einfluss auf deren Entwicklung haben.⁶⁴⁵
2. Statistical Adequacy (Statistische Eignung): Um die Repräsentativität der Indikatorreihe zu gewährleisten, müssen die Daten dafür entsprechend den Anforderungen der statistischen Theorie methodisch abgesichert sein. Von Bedeutung sind in diesem Zusammenhang unter anderem die Stichprobengröße, die Länge der Zeitreihe, das Vorliegen von zuverlässigen Schätzungen für den Stichprobenfehler, die Häufigkeit von nachträglichen Korrekturen in der Zeitreihe und die Vergleichbarkeit einzelner Werte im Zeitablauf.⁶⁴⁶
3. Historical Conformity to Business Cycles (Konjunkturkonformität): Die Übereinstimmung der Indikatorzeitreihe mit der konjunkturellen Entwicklung der Zielzeitreihe sollte über den gesamten Betrachtungshorizont, insbesondere jedoch in der jüngsten Vergangenheit, hoch sein. Zu diesem Zweck wird bspw. untersucht, inwiefern die Bewegungen des Referenzzyklus getroffen wurden, inwieweit der

⁶⁴¹ Vgl. Moore/Shiskin (1967). Obwohl die Kriterien für alle Arten von Konjunkturindikatoren aufgestellt wurden, beziehen sich die nachfolgenden Darstellungen im Hinblick auf die Aufgabenstellung vor allem auf vorlaufende Indikatoren.

⁶⁴² Diese so genannte „NBER methodology“ wurde im Zeitablauf von verschiedenen Autoren und Institutionen übernommen und teilweise noch verfeinert. Vgl. OECD (2003), S. 65f; Boehm (2001), S. 13f; Boehm/Summers (1999), S. 27f; OECD (1998), S. 3f; Phillips (1998), S. 147; Snyman (1996), S. 215-217; Snyman (1994), S. 224-234; Tichy (1994), S. 14; Nerb (1989b), S. 355f; Nerb (1975), S. 177.

⁶⁴³ Zarnowitz/Boschan (1975), S. 171 zitiert nach Snyman (1994), S. 250f.

⁶⁴⁴ Obwohl dieses Scoringssystem ein hohes Maß an Objektivität gewährleistet, räumen bereits die Autoren der ursprünglichen Studie, Moore und Shiskin, ein, dass der Ansatz keineswegs mechanisch, sondern nur unter Einbezug von subjektiver Einschätzung und Erfahrung angewendet werden dürfe. Vgl. Moore/Shiskin (1967), S. 9f.

⁶⁴⁵ Vgl. Bahr (2000), S. 37; Moore/Shiskin (1967), S. 12-16.

⁶⁴⁶ Vgl. Bahr (2000), S. 37f; Snyman (1994), S. 225; Moore/Shiskin (1967), S. 16f.

Indikator durch ihm eigene Ausschläge falsche Signale gesetzt hat und wie deutlich seine Signale ausfallen.⁶⁴⁷

4. Cyclical Timing Record (Verlauf an Umkehrpunkten): Bei diesem Aspekt steht die Frage im Mittelpunkt, wie stabil der Vorlauf des Indikators an den konjunkturellen Wendepunkten der Zielzeitreihe gewesen ist. Der Konjunkturindikator sollte im Fall eines vorlaufenden Indikators über mehrere Konjunkturzyklen hinweg möglichst frühzeitig auf bevorstehende Änderungen hinweisen.⁶⁴⁸
5. Smoothness (Verlaufsglätte): Frühindikatoren müssen einen glatten Verlauf aufweisen, d.h. sie sollten möglichst unbeeinflusst von zufälligen Störungen durch die irreguläre Komponente sein, um eine Identifikation konjunktureller Umkehrpunkte zu erleichtern.⁶⁴⁹ Wird dieses Kriterium nicht erfüllt, dann gestaltet sich die Interpretation der aktuellen Lage, dem so genannten aktuellen Rand, schwierig, so dass Rückschlüsse auf die zukünftige konjunkturelle Entwicklung nur unter Vorbehalt getroffen werden können.
6. Promptness of Publication (Aktualität) Die Daten für die Indikatorreihe müssen ohne Verzögerung veröffentlicht werden, um für aktuelle Diagnosen Gültigkeit zu besitzen und einen zeitlichen Vorlauf gegenüber der Zielzeitreihe zu gewährleisten. Zudem ist es notwendig, dass die Veröffentlichungen bestenfalls monatlich, mindestens jedoch vierteljährlich erfolgen,⁶⁵⁰ um spontane Änderungstendenzen erfassen zu können.⁶⁵¹

In der Literatur wird teilweise argumentiert, dass qualitative Konjunkturindikatoren aufgrund ihrer Natur nicht anhand aller Kriterien des NBER beurteilt werden können. Vielmehr sei ihr Stellenwert lediglich anhand von Konjunkturkonformität, Verlauf an Umkehrpunkten und Verlaufsglätte zu berechnen, während die übrigen Kriterien sinngemäß einzuhalten seien.⁶⁵² Andere Autoren argumentieren, dass qualitative Konjunkturindikatoren gleichermaßen allen Anforderungen zu entsprechen hätten.⁶⁵³ In der Literatur finden sich Hinweise, die bestätigen, dass sie dies in der Praxis auch tun.⁶⁵⁴

⁶⁴⁷ Vgl. Bahr (2000), S. 38-41; Moore/Shiskin (1967), S. 17f.

⁶⁴⁸ Vgl. Oppenländer (1995a), S. 23; Bahr (2000), S. 41-43; Moore/Shiskin (1967), S. 18f.

⁶⁴⁹ Vgl. Bahr/Steger (2002), S. 150; Bahr (2000), S. 43f; Moore/Shiskin (1967), S. 20f.

⁶⁵⁰ Vgl. Assenmacher (1998), S. 13; Nerb (1989b), S. 355; Moore/Shiskin (1967), S. 20f.

⁶⁵¹ Vgl. Bahr (2000), S. 44f.

⁶⁵² Vgl. Snyman (1996), S. 216f; Snyman (1994), S. 292f.

⁶⁵³ Vgl. Oppenländer (2002), S. 15f.

⁶⁵⁴ Vgl. OECD (2003), S. 65f; Nerb (1989b), S. 356.

Wie bereits in Kapitel 2 erläutert und in Abbildung 7 dargestellt, wird bei Beurteilungen und Erwartungen i.d.R. von einer ökonomischen Bedeutung ausgegangen.⁶⁵⁵ Dies gilt in jedem Fall für die Beurteilungen der aktuellen Geschäftslage, da diese, selbst wenn man sie lediglich als gleichlaufende Konjunkturindikatoren klassifiziert, einen Veröffentlichungsvorsprung von ca. sechs Wochen gegenüber den entsprechenden Daten der amtlichen Statistik besitzen.⁶⁵⁶ Erwartungen hingegen verfügen, gemessen an der Referenzgröße, über einen Vorlauf von drei bis sechs Monaten,⁶⁵⁷ der theoretischer Begründung bedarf. Es stellt sich somit die Frage, welche Rolle die betrachtete Variable gemäß der ökonomischen Theorie im zyklischen Ablauf der prognostizierten Referenzgröße einnimmt.⁶⁵⁸ Im Falle von Erwartungen finden sich die entsprechenden Argumente in den eingangs beschriebenen psychologisch orientierten Konjunkturtheorien der vorkeynesianischen Periode. Genannt werden in diesem Zusammenhang vor allem Pigou und Keynes, wobei deren theoretische Untermauerung sowohl zur Rechtfertigung der Messung von Erwartungen als auch zur Begründung des Einsatzes von auf Beurteilungen und Erwartungen basierenden Geschäftsklimaindikatoren herangezogen werden kann.⁶⁵⁹

Punkt 2.2.3 hat deutlich gemacht, dass Geschäftsklimaindikatoren in vielen Teilbereichen dem Kriterium der statistischen Eignung gerecht werden können. Als vorteilhaft erweisen sich hier vor allem die Tatsachen, dass die Daten keine möglicherweise verzerrende Trendbereinigung erfordern, dass sie nur über eine schwache Saison-

⁶⁵⁵ Vgl. OECD (2003), S. 66; Nerb (1975), S. 14.

⁶⁵⁶ Beurteilungen im Verarbeitenden Gewerbe erreichten gegenüber der Veröffentlichung des BIP und des Index der Nettoproduktion sogar einen Vorlauf von einem Quartal. Eine theoretische Begründung ist für diese Art von Vorlauf nicht notwendig. Vgl. Goldrian (2004c), S. 207; Goldrian (2001), S. 32; Lindlbauer (1995b), S. 239; Körber-Weik et al. (1988), S. 96f. An dieser Stelle stellt sich die Frage, aus welchem Grund nicht lediglich die Geschäftserwartungen zur Prognose eingesetzt werden. Auf ein derartiges Vorgehen wird vielfach verzichtet, da der Vorlauf zwar verlängert aber auch volatiler gemacht würde, was die Interpretation erschwert. Vgl. Hott/Kunkel/Nerb (2004b), S. 340.

⁶⁵⁷ Im Verarbeitenden Gewerbe wurde sogar ein Vorlauf von bis zu vier Quartalen gegenüber dem BIP und dem Index der Nettoproduktion gemessen. Vgl. Goldrian (2004b), S. 309; Goldrian (2004c), S. 207; Lindlbauer (1995b), S. 239.

⁶⁵⁸ Vgl. Moore/Shiskin (1967), S. 9. Hierbei darf jedoch nicht übersehen werden, dass das Kriterium der ökonomischen Bedeutung einerseits das wichtigste aller Kriterien darstellt, dass es aber auf der anderen Seite auch am schwersten operationalisierbar ist. Dies liegt unter anderem daran, dass eine objektive Einbeziehung von konjunkturtheoretischen Zusammenhängen in das Selektionsverfahren kaum möglich ist. Vgl. Bahr (2000), S. 37; Moore/Shiskin (1967), S. 12.

⁶⁵⁹ Vgl. Güntzel (1998), S. 363; Körber-Weik et al. (1988), S. 96f; Strigel (1985), S. 13; Pilder (1984), S. 67-69; Jöhr (1972), S. 169. Bspw. schreibt Keynes über die kurzfristigen Erwartungen, dass „die Einflüsse der erwarteten und der verwirklichten Ergebnisse ineinander verlaufen und sich überlagern.“ Keynes (2000), S. 44f. Diese Argumentation, die den gleichzeitigen Einsatz von Beurteilungen und Erwartungen zur Kurzfristprognose zu rechtfertigen scheint, wird zudem durch empirische Auswertungen des ifo Geschäftsklimaindexes gestützt. In Abhängigkeit vom zeitlichen Abstand zur Entwicklung der Zielgröße bewegte sich die ideale Gewichtung beider Komponenten jeweils zwischen 0,2 und 0,8. Die prognostische Güte der Beurteilungen nahm dabei mit zunehmendem Prognosehorizont ab, während die Erwartungen gleichzeitig an Aussagekraft gewannen. Vgl. Brand/Gerstenberger/Lindlbauer (1995), S. 84; Strigel (1985), S. 17.

komponente verfügen und keinen Revisionen unterliegen. Darüber hinaus erlauben sie oft eine weitaus feinere Disaggregation als die Daten der amtlichen Statistik⁶⁶⁰ und gewährleisten bei einer konstanten Gruppe an Befragten ein hohes Maß an Vergleichbarkeit der Daten im Zeitablauf. Schließlich werden Geschäftsklimaindikatoren aus Primärerhebungen abgeleitet, was der statistischen Güte zuträglich ist. Diesen Vorteilen stehen die Nachteile entgegen, dass die Möglichkeit statistischer Schätzungen des Stichprobenfehlers nicht gegeben ist, der Erhebungsumfang bzw. die entsprechende Rücklaufquote und der damit verbundene Repräsentativitätsgrad potenziell gering ausfallen und die Erhebung ggf. nicht häufig genug stattfindet. Die statistische Eignung entzieht sich daher überwiegend einer abschließenden Beurteilung.

Konjunkturumfragen sind besonders gut geeignet, zyklische Entwicklungen am Markt und insbesondere konjunkturelle Wendepunkte anzuzeigen, da sie, anders als andere Prognosemethoden, methodisch nicht auf eine Extrapolation vergangener Beziehungen zwischen Variablen zurückgreifen.⁶⁶¹ So ermöglichen Daten des ifo Konjunkturtests die Beurteilung von Wendepunkten mit einer Wendepunkteintrittswahrscheinlichkeit von über 50%.⁶⁶² Die Ausführungen in Punkt 2.2.3 belegen jedoch, dass qualitative Konjunkturindikatoren – ebenso wie quantitative Konjunkturindikatoren – falsche Signale aussenden können und einen asymmetrischen und im Zeitablauf schwankenden Vorlauf aufweisen. Sie zeigen daher Schwachstellen auf, die in Bezug auf die konjunkturelle Konformität und die Vorlaufeigenschaften eine genaue Untersuchung erforderlich machen.

In Bezug auf die Verlaufsglätte gilt es zu beachten, dass auch das ifo Geschäftsklima in der Vergangenheit auf zusätzliche Wendepunkte hingewiesen hat, die nicht eintraten. Deren Anzahl verringerte sich jedoch stark bei Anwendung der so genannten „Dreimal-Regel“, die besagt, dass von einem Wendepunkt nur dann ausgegangen werden sollte, wenn der Indikator einen Richtungswechsel drei Male in Folge anzeigt.⁶⁶³ Allgemein kann man jedoch sagen, dass qualitative Konjunkturindikatoren im

⁶⁶⁰ Vgl. OECD (2003), S. 9, 66; Mattern (2000), S. 265; Santero/Westerlund (1996), S. 7; Snyman (1996), S. 224; Güntzel (1994), S. 36f.

⁶⁶¹ Vgl. Nerb (2004), S. 2; OECD (2003), S. 66; Katona (1975), S. 66f.

⁶⁶² Vgl. Hott/Kunkel/Nerb (2004a), S. 21.

⁶⁶³ Vgl. Hott/Kunkel/Nerb (2004a), S. 21; Kunkel (2003), S. 3; Phillips (1998), S. 148. Eine weitere Methode, die Prognosegüte eines Indikators zu berechnen, bietet die Berechnung des MCD-Maß, der Months of Cyclical Dominance, die beim ifo Geschäftsklima ebenfalls drei beträgt und eine Anwendung der „Dreimal-Regel“ unterstützt. Vgl. Hott/Kunkel/Nerb (2004b), S. 334. Selbstverständlich bietet sich eine derartige Vorgehensweise nur bei monatlich erhobenen Daten an. Bei quartalsweise erfolgenden Erhebungen müsste 9 Monate lang gewartet werden, um in Bezug auf einen bis dahin wahrscheinlich bereits durchschrittenen Wendepunkt Gewissheit zu erlangen.

Vergleich zu quantitativen Konjunkturindikatoren über einen glatteren Verlauf verfügen, der allenfalls wenig ausgeprägten Verzerrungen durch zufällige Schwankungen unterliegt.⁶⁶⁴ Schließlich sind qualitative Konjunkturindikatoren von hoher Aktualität gekennzeichnet, da sowohl Erhebung als auch Auswertung und Veröffentlichung innerhalb weniger Wochen schnell und abschließend durchgeführt werden können.⁶⁶⁵

4.2 Polyinstitutionelle Umfragen

4.2.1 MFA Indicator

Der südafrikanische MFA Indicator wird durch die Medium-Term Forecasting Associates, Stellenbosch, erhoben und stellt einen komplexen Gesamtindikator dar, der sich aus durch Umfragen generierten qualitativen Einzelindikatoren zusammensetzt. Er wurde zum ersten Mal im Jahr 1995 als Ergebnis einer Dissertation an der University of Cape Town veröffentlicht, in deren Verlauf sein Schöpfer, Johan Snyman, 58 bereits bestehende, von dem Bureau for Economic Research (BER), University of Stellenbosch, erhobene Zeitreihen auf ihre prognostische Aussagekraft untersuchte.⁶⁶⁶ 29 dieser Fragestellungen richteten sich an Bauunternehmen und Projektentwickler und 29 an Subunternehmen der Baubranche.⁶⁶⁷

Aus den 58 Zeitreihen wurden über statistische Verfahren 19 der Fragen an Bauunternehmen und Projektentwickler sowie 14 der Fragen an Subunternehmen der Baubranche ausgewählt,⁶⁶⁸ die sich als besonders aussagekräftig erwiesen hatten.⁶⁶⁹ Dabei handelte es sich prinzipiell sowohl um Beurteilungen als auch um Erwartungen, die von den jeweiligen Entscheidungsträgern der Unternehmen angegeben werden. Im Gegensatz zu der in Punkt 2.2.2 behandelten Konjunkturmfrage für den ifo Konjunkturtest Bauhauptgewerbe bezieht sich eine Vielzahl der Fragestellungen jedoch auf

⁶⁶⁴ Vgl. Nerb (2004), S. 6f; OECD (2003), S. 66; Mattern (2000), S. 266; Nerb (1989b), S. 356; Lindlbauer (1989), S. 155.

⁶⁶⁵ Vgl. Nierhaus/Sturm (2004), S. 288; OECD (2003), S. 8; Mattern (2000), S. 265; Santero/Westerlund (1996), S. 7; Güntzel (1994), S. 36f.

⁶⁶⁶ Das BER erhebt diese Informationen in Übereinstimmung mit der Methodik des ifo Konjunkturtests grundsätzlich seit 1954. Viele der Fragestellungen wurden jedoch erst im Zeitablauf – vor allem in den siebziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts – hinzugefügt. Vgl. Snyman (1994), S. 176, 186f. Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf Interviews mit Johan Snyman, dem Koordinator des MFA Indicators sowie auf seiner Dissertation. Vgl. Interview Snyman (2005), Anhang; Interview Snyman (2002), Anhang.

⁶⁶⁷ Die Fragen sind für beide Gruppen identisch.

⁶⁶⁸ Die Umfrage umfasst außerdem noch Händler und Produzenten von Baumaterialien, Architekten und Baukostenschätzer. Snyman verzichtete jedoch auf einen Einbezug dieser Gruppen.

⁶⁶⁹ Inzwischen wurde die Zahl der in den Indikator einfließenden Zeitreihen von 33 auf 24 verringert. Diese Anpassung geht auf eine Veränderung des Fragenprogramms seitens des BER zurück.

besondere angebots- oder nachfragebezogene Problemfelder wie Wettbewerbsintensität, Nachfrageausfälle, Finanzierungs- und Materialengpässe sowie Lieferschwierigkeiten. Auch erweisen sich die zur Anwendung kommenden Zeiträume als vielschichtiger. Beispielhaft für die verschiedenen Typen von Fragestellungen und die unterschiedlichen Skalierungen der Antworten seien hier folgende Fragen angeführt:

To what extent do the following hamper your activities:

Insufficient demand for building

- seriously
- slightly
- not at all

Do you find prevailing business conditions to be

- satisfactory
- unsatisfactory

Compared with a year ago, do you find business conditions to be

- better
- the same
- worse

Compared with a year ago, expected business conditions are expected to be

- better
- the same
- worse

Es wird somit deutlich, dass der MFA Indicator besonders bei vergangenheitsorientierten Fragen eine Fülle von Vergleichszeitpunkten erfasst. In manchen Fällen wird dieselbe Frage mehrfach gestellt, einmal im Vergleich zu demselben Quartal des Vorjahres und einmal im Vergleich zu dem gerade abgelaufenen Quartal.⁶⁷⁰ In anderen Fällen wird gar nicht präzisiert, wie weit die Frage in die Vergangenheit reicht.⁶⁷¹ Vergleichbar unbestimmt fällt die Fragestellung nach der erwarteten Geschäftslage aus, bei der in keiner Weise vorgegeben wird, auf welchen Zeitraum sich die Erwartungen beziehen sollen. Demgegenüber wird für die Beurteilung der Geschäftslage einmal ein Vergleich mit dem Vorjahresquartal durchgeführt und einmal unbestimmt gegenwartsbezogen gefragt. Als ebenso vielschichtig wie die erhobenen Zeiträume erweisen sich die Skalierungen der Antworten. Die Kategorien umfassen dabei entweder trichotome ordinale Skalierungen „increase/no change/decrease“, „serious/slightly/not at all“ und „keener/the same/less keen“ sowie Skalierungen mit zwei ordinalen Ausprägungen wie „satisfactory/unsatisfactory“. Die Erhebung findet auf vierteljährlicher Basis statt.

⁶⁷⁰ „Compared with the same quarter a year ago, the value of work was better, the same or worse?“ und „Compared with the previous quarter, the value of work was better, the same or worse?“.

⁶⁷¹ „Were tender prices (building contractors only) keener, the same, less keen?“.

Das inhaltliche und methodische Ziel des MFA Indicator formulierte Snyman folgendermaßen im Rahmen seiner Dissertation: „The purpose of the present study is to develop a composite leading indicator for the building industry in South Africa by combining relevant economic indicators and using a scientific approach.“⁶⁷² Ein derartiges Unterfangen erwies sich seines Erachtens als notwendig, da die Bauindustrie sehr zyklische Züge aufwies und in Südafrika beinahe einen Anteil von über fünfzig Prozent am Bruttoinlandsprodukt (BIP) innehatte. Darüber hinaus unterschied sie sich auf vielfältige Weise von anderen Industrien, so dass viele der bestehenden Konjunkturindikatoren für sie keine Aussagekraft besaßen.⁶⁷³ Der im Rahmen seiner Arbeit abgeleitete MFA Indicator sei daher nicht nur für die Unternehmen des Bausektors mit großen Vorteilen verbunden, sondern trage auch den Bedürfnissen einer Reihe von anderen Interessengruppen Rechnung.⁶⁷⁴

Die Daten, auf die Snyman zurückgreift, werden durch das BER in vierteljährlichem Rhythmus im Rahmen seiner „BER survey of the South African building industry“ erhoben. Die Konjunkturumfrage richtet sich grundsätzlich an Führungskräfte aus vier Gruppen von Marktteilnehmern in neun Regionen des Landes,⁶⁷⁵ die über ihre Mitgliedschaft in entsprechenden Berufsverbänden identifiziert wurden. Eine detaillierte Unterscheidung nach verschiedenen Typologien unterbleibt, da lediglich der Projektentwicklungsmarkt getrennt nach wohnwirtschaftlichen und gewerblichen Bauaufträgen abgebildet wird. Wie ein entsprechender Konferenzbeitrag belegt, unterliegen sowohl die Zahl der Teilnehmer wie auch die Rücklaufquote der BER survey Schwankungen im Zeitablauf.⁶⁷⁶ Eine Veröffentlichung findet nur auf Ebene des Landes statt. Sie differenziert zwischen gewerblichen und nichtgewerblichen Bauten.

Bei der Quantifizierung der Fragestellungen mit trichotomer Skalierung kommt prinzipiell die Saldenmethode des ifo Instituts zur Anwendung, wenn auch in modifizierter

⁶⁷² Snyman (1994), S. 1. Snyman schuf im Rahmen seiner Dissertation eigentlich zwei verschiedene Indikatoren, einen qualitativen und einen quantitativen Konjunkturindikator. Nur der qualitative Konjunkturindikator basierte auf Umfragedaten. Snyman sah jedoch davon ab, beide zu kombinieren, um ihre Aussagekraft und Interpretationsfähigkeit nicht zu schmälern. Vgl. Snyman (1994), S. 357.

⁶⁷³ Vgl. Snyman (1994), S. 1f.

⁶⁷⁴ Er erlaubt genauere Prognosen der Marktentwicklung und erweist sich daher direkt für die Wirtschaftspolitik und für volkswirtschaftliche Institute als wertvoll. Indirekte Vorteile ergeben sich darüber hinaus für die Bevölkerung, wenn Übertreibungen am Markt und die damit verbundenen Konsequenzen für Beschäftigung und Vermögensaufbau gelindert werden können. Vgl. Snyman (1994), S. 3-5.

⁶⁷⁵ Es handelt sich dabei um Western Province, Eastern Province, Northern Cape and the Orange Free State, Durban / Pinetown, Remainder of Natal, Witwatersrand, Pretoria, Remainder of Transvaal und Other.

⁶⁷⁶ So verdoppelte sich die Teilnehmerzahl bspw. von 1098 in 1988 auf 2060 Teilnehmer in 1989. Vgl. Stuart/Mocke (1992), S. 61-63. Laut Angaben von Snyman liegt die derzeitige durchschnittliche Stichprobe bei 600, während die durchschnittliche Teilnehmerzahl bei 300 liegt.

Form. Ein erzielter Wert von über 50 wird dabei im Sinne von Optimismus und ein Wert von weniger als 50 als Zeichen von Pessimismus interpretiert.⁶⁷⁷

$$\text{Einzelindikator} = ((x_t^+ - x_t^-) + 100) / 2$$

Die Form der Quantifizierung von Antworten auf Fragestellungen mit zwei Antwortkategorien wird durch den Kontext bestimmt. Anstelle einer Saldierung der beiden Antworten wählte Snyman hier jeweils eine der beiden Kategorien als maßgeblichen Indikator aus. Bei der Frage nach der gegenwärtigen Geschäftslage entschied er, dass allein der Prozentsatz der Teilnehmer, die mit „satisfactory“ antworten, ausreicht. Bei der Frage nach den Lieferbedingungen einzelner Materialien wiederum beschloss er, dass das Ausmaß des Engpasses am besten durch den Prozentsatz der „unsatisfactory“-Antworten widergespiegelt wird.⁶⁷⁸ Eine Gewichtung der Ergebnisse erfolgte jeweils unter Einsatz des Jahresumsatzes des Unternehmens, da angenommen wird, dass größere Unternehmen über einen höheren Einfluss auf die Branchenkonjunktur verfügen.⁶⁷⁹ Eine Saisonbereinigung unterblieb angesichts der qualitativen Natur der Daten.⁶⁸⁰ Im Unterschied zum ifo Konjunkturtest stand jedoch anschließend nicht die Berechnung eines Geschäftsklimas, sondern die Ableitung eines weitaus komplexeren Gesamtindikators im Vordergrund. Zu diesem Zweck wendete Snyman den in Punkt 4.1.3 behandelten Kriterienkatalog des NBER an. Als Referenzgröße, an der sich die verschiedenen Kriterien messen lassen, wurde in diesem Fall der „diffusion index of construction activities“ der South African Reserve Bank (SARB), Pretoria, gewählt, der für die Datierung von konjunkturellen Wendepunkten in Südafrika maßgeblichen Institution. Für diesen Diffusionsindex, der eine Fülle von einzelnen Zeitreihen aus dem Baubereich umspannt, wurde ein konjunktureller Wendepunkt von Snyman bei einem Niveau von 50% definiert.⁶⁸¹

⁶⁷⁷ Vgl. Snyman (1994), S. 187-189. Stuart und Mocke nutzten ebenfalls die Saldenmethode, gingen jedoch in ihrem Beitrag nicht näher auf deren genaue Spezifikation ein. Stuart/Mocke (1992), S. 65.

⁶⁷⁸ Vgl. Snyman (1994), S. 189.

⁶⁷⁹ Vgl. Snyman (1994), S. 185; Stuart/Mocke (1992), S. 63.

⁶⁸⁰ Vgl. Snyman (1994), S. 251; Punkt 2.2.2.

⁶⁸¹ Vgl. Snyman (1994), S. 243-250. Das Konzept des Diffusionsindex basiert auf der Annahme, dass im Aufschwung viele Wirtschaftsbereiche florieren und im Abschwung die Aktivität in einer Vielzahl von Wirtschaftsbereichen rückläufig ist. Die Amplitude der Konjunktur kann daher als das Verhältnis zwischen der Anzahl der expandierenden und der Anzahl der kontrahierenden Zeitreihen bzw. als Prozentsatz der Reihen, die in einer spezifischen Periode ansteigen, erfasst werden. Vgl. Schips (2002), S. 10; Assenmacher (1998), S. 26; Maußner (1994), S. 10f.

Im Einzelnen ergab die Überprüfung der Kriterien des NBER laut Snyman folgende Ergebnisse:⁶⁸²

1. Ökonomische Bedeutung: Die ökonomische Bedeutung liegt vor. Sie geht auf die Auswahl der Befragten und die Breite des Fragenprogramms zurück, da alle relevanten Bereiche der Bauwirtschaft abgedeckt werden. Die Annahme einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen ist damit gerechtfertigt.
7. Statistische Eignung: Das Kriterium der statistischen Eignung wurde seitens des BER bei der Durchführung der Befragungen erfüllt, da die Methodik des ifo Konjunkturtest repliziert wurde. Jeder der einzelnen, eingehenden Indikatoren ist daher von gleicher Qualität. Diese Annahme wurde zusätzlich von Snyman statistisch überprüft und bestätigt. Da der MFA Indicator auf die Prognose eines gesamten Wirtschaftszweiges abzielt, der über einen Anteil von 50% am südafrikanischen BIP verfügt, liegt die statistische Eignung vor dem Hintergrund der Zielsetzung auch inhaltlich vor.⁶⁸³
8. Konjunkturkonformität: Im Gegensatz zu den Kriterien eins, zwei und sechs, deren Ausprägung weitgehend durch die Vorarbeit des BER determiniert ist und für alle untersuchten Indikatoren qualitativ gleich ausfällt, unterzog Snyman die Kriterien drei, vier und fünf einer genauen statistischen Untersuchung, mit deren Hilfe er Unterschiede zwischen den Indikatoren zu ergründen suchte. Für die Überprüfung der Konjunkturkonformität setzte Snyman eine speziell umprogrammierte und für seine Zwecke angepasste Version eines Computerprogramms des NBER ein.
9. Verlauf an den Umkehrpunkten: Die Untersuchung des Verlaufs an den Umkehrpunkten der Zielzeitreihe wurde im Rahmen eines weiteren aufwendigen Verfahrens und ebenfalls mit Hilfe spezieller Computerprogramme des NBER durchgeführt.
10. Verlaufsglätte: Die Verlaufsglätte der einzelnen Reihen wurde mit Hilfe eines speziellen Computerprogramms des U.S. Bureau of Census, Department of Commerce, statistisch überprüft.
11. Aktualität: Eine vierteljährliche Erhebung mit anschließender rascher Veröffentlichung gewährleistet für alle individuellen Zeitreihen in gleichem Maße eine Übereinstimmung mit dem Kriterium der Aktualität.

⁶⁸² Vgl. Snyman (1994), S. 250-309. Wie in Punkt 4.1.3 angesprochen, geht Snyman davon aus, dass bei Konjunkturumfragedaten nur die Kriterien Konjunkturkonformität, Verlauf an Umkehrpunkten und Verlaufsglätte einer empirischen Überprüfung zugänglich sind.

⁶⁸³ Diese Aussage würde sich als nicht zutreffend erwiesen haben, hätte sich der Indikator auf die Immobilienkonjunktur insgesamt bezogen. Eine globale Aussage über Flächenmarkt-, Investmentmarkt- und Projektentwicklungsmarktzyklen bietet nur eine geringe Hilfestellung für die Marktteilnehmer.

Basierend auf der gewichteten Summe der Ergebnisse aus den Kriterien drei, vier und fünf wählte Snyman die 33 besten Zeitreihen aus. Der aus ihnen erstellte Gesamtindikator wies nach Veröffentlichung⁶⁸⁴ gegenüber der Referenzgröße einen mittleren Vorlauf von 2,5 Monaten an unteren und von 8,5 Monaten an oberen Umkehrpunkten auf. Im Ergebnis wurde somit für das Neubausegment des Immobilienmarktes in Südafrika ein qualitativer Gesamtindikator geschaffen, der die Kriterien des NBER erfüllt.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Snyman die Frage nach dem „was“ sehr breit beantwortet, da er die im Rahmen eines umfassenden Frageprogramms erhobenen Antworten verschiedener Gruppen aus den wichtigsten Regionen nutzt. Das Fragenprogramm verlangt von den Teilnehmern eine Fülle von Informationen nicht nur auf Basis des allgemeinen Geschäftsbetriebs, sondern unterteilt nach einzelnen Produktionsfaktoren- und Materialien. Zwar können auf diese Weise sehr detaillierte Informationen über die jeweilige Lage in der Branche gewonnen werden, jedoch erfordert die Beantwortung der Fragen eine Rücksprache mit verschiedenen Instanzen innerhalb des Betriebes und geht für die Befragten daher mit einem erhöhten Zeitaufwand einher. Es ist unter anderem auf diese Umstände zurückzuführen, dass die Erhebung auf vierteljährlicher Basis stattfindet und nicht monatlich durchgeführt wird. Der Umstand, dass die Zeitreihen bereits in ausreichender Länge vorlagen,⁶⁸⁵ erlaubte es Snyman, den Indikator zeitnah zu erstellen und auf seine Prognosefähigkeit zu überprüfen, ohne eine Konjunkturumfrage zunächst mehrere Jahre lang durchführen zu müssen. Damit einher ging jedoch die Einschränkung, dass diese Fallstudie keine Informationen über besondere Erfahrungen bei der Erhebung der Zeitreihen beinhaltet.⁶⁸⁶

Die Frage nach dem „wie“ wird aufgrund der Anwendung von Methodiken des ifo Instituts weitestgehend deckungsgleich mit den Ausführungen in Punkt 2.2.2 beantwortet, so dass darauf an dieser Stelle nicht weiter eingegangen werden muss. Dasselbe gilt für die Antwort auf die Frage nach dem „warum“, die auf einige der Argumente aus Punkt 2.2.3 zurückgreift. Schließlich bleibt die Frage nach dem „wer, wo, wann“. In diesem Zusammenhang wird zunächst festgestellt, dass ein konstanter zeitlicher Vorlauf zwischen dem neu gewonnenen Gesamtindikator und dem ausgewählten Referenzzyklus besteht. Im Hinblick auf die Methodik nach Eisenhardt stellt sich jedoch die

⁶⁸⁴ Snyman verringerte den Vorlauf jeweils um einen Monat, um den Zeitraum der Datenerhebung und Datenverarbeitung zu berücksichtigen.

⁶⁸⁵ Viele der Zeitreihen bestanden bereits seit dem Ende der sechziger und Beginn der siebziger Jahre.

⁶⁸⁶ Die Erhebung der Daten und die Erstellung des Konjunkturindikators liegen hier somit in verschiedenen Händen. Von einer gesonderten Befragung des BER wurde daher abgesehen.

Frage nach der Übertragbarkeit der Erkenntnisse auf einen anderen wirtschaftlichen, politischen und juristischen Raum. So ist ein Zusammenhang zwischen der Vielzahl der auf Engpässe bezogenen Fragestellungen und den wirtschaftlichen Problemen in einem aufstrebenden Land wie Südafrika nahe liegend.⁶⁸⁷ Das Fragenprogramm kann daher nicht einfach übertragen werden. Eine diesbezügliche Schlussfolgerung bezieht jedoch nicht notwendigerweise die angewendete Methodik ein. Vielmehr offenbart die Fallstudie eine Flexibilität der Methodik des ifo Konjunkturtests, die es erlaubt hat, auch unter diesen Umständen gute Prognoseleistungen zu erzielen. Schließlich darf nicht übersehen werden, dass die gute Prognoseleistung auch auf die Adäquatheit der zur Verfügung stehenden Referenzgröße zurückgeht. Eine derartige Referenzgröße steht jedoch nicht zwangsläufig in anderen Ländern zur Verfügung.

4.2.2 Texas Real Estate Confidence Index

Der US-amerikanische Texas Real Estate Confidence Index wird am Real Estate Center der Texas A&M University in College Station, Texas, erhoben.⁶⁸⁸ Sein Betreuer James Leigh, Associate Professor of Marketing an der Mays Business School, bezeichnete damit einen qualitativen Gesamtindikator für die Immobilienbranche, den er seit dem zweiten Quartal 1999 in regelmäßigem Turnus erstellt. Das Fragenprogramm des Texas RECI richtet sich an gewerbliche Maklerunternehmen, wohnwirtschaftliche Maklerunternehmen, Bauunternehmen, Hypothekenbanken und Geschäftsbanken. Es umfasst Beurteilungen und Erwartungen und erstreckt sich auf über sechs Fragestellungen mit jeweils fünf Antwortkategorien, wobei die Formulierungen inhaltlich an die jeweiligen Gruppen angepasst wurden. Nachfolgend wird beispielhaft der Fragensatz dargestellt, der sich an Bauunternehmen der Wohnungswirtschaft richtet:

1. How do you rate your level of new home construction activity during the preceding three months?
 - Excellent
 - Good
 - Reasonably Good
 - Fair
 - Poor

⁶⁸⁷ Das CIA World Factbook der Central Intelligence Agency (CIA) weist eine Arbeitslosenquote von 25,2% aus sowie einen Anteil von 50% der Gesamtbevölkerung, der unterhalb der Armutsgrenze lebt. Vgl. Central Intelligence Agency (2006).

⁶⁸⁸ Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf Interviews mit James Leigh, dem Koordinator des Texas RECI sowie auf durch ihn zur Verfügung gestellte Informationsmaterialien. Vgl. Interview Leigh (2005), Anhang; Interview Leigh (2002), Anhang.

2. How does this level compare to what you experienced during the immediately preceding three months?
- Much better than the preceding three months
 - Better than the preceding three months
 - Same as the preceding three months
 - Worse than the preceding three months
 - Much worse than the preceding three months
3. How does it compare to this same three-month period last year?
- Much better than this time last year
 - Better than this time last year
 - Same as this time last year
 - Worse than this time last year
 - Much worse than this time last year
4. What do you expect will be your level of new home construction activity in the coming three months compared to the immediately preceding three month period?
- Greatly improve over preceding three months
 - Improve over preceding three months
 - Stay the same as preceding three months
 - Worsen compared to preceding three months
 - Greatly worsen compared to preceding three months
5. How about compared to this same time period last year?
- Greatly improve over this time last year
 - Improve over this time last year
 - Stay the same as this time last year
 - Worsen compared to this time last year
 - Greatly worsen compared to this time last year
6. What do you think will happen to long-term interest rates in the coming quarter?
- Increase significantly
 - Increase to an extent
 - Stay the same
 - Drop to an extent
 - Drop significantly

Die sechs Fragen verdeutlichen, dass der Texas RECI Fragestellungen mit verschiedenen zeitlichen Bezügen und unterschiedlichen Antwortkategorien umfasst. Dabei handelt es sich grundsätzlich um Beurteilungs- und Erwartungsfragen. Es wird keine abstrakte Geschäftslage erfragt, sondern ein qualitativer Wert, der stellvertretend für einen quantitativen Wert steht, hier die Höhe des gegenwärtigen Neubauvolumens. Der Teilnehmer wird dabei gebeten, das Neubauvolumen der vergangenen drei Monate zu beurteilen (Frage eins) und zunächst mit dem Neubauvolumen zu vergleichen, das weitere drei Monate in der Vergangenheit liegt (Frage zwei). Als nächstes wird der Teilnehmer aufgefordert, die Beurteilung des Neubauvolumens der vergangenen drei Monate dem Neubauvolumen gegenüberzustellen, das im gleichen Vorjahreszeitraum

vorlag (Frage drei). Hier endet der Teil des Fragenprogramms, der sich auf die Beurteilungen bezieht. Die Anschlussfragen sind zukunftsbezogen und fragen zunächst nach dem erwarteten Neubauvolumen für die nächsten drei Monate im Vergleich zu dem Neubauvolumen der vergangenen drei Monate (Frage vier) und dem Neubauvolumen des entsprechenden Vorjahreszeitraums (Frage fünf). Abschließend erfolgt eine Frage nach den Zinserwartungen für das kommende Quartal (Frage sechs). Die inhaltliche und zeitliche Ausgestaltung des Frageprogramms des Texas RECI stellt aufgrund der Einführung von zeitraumbezogenen Fragestellungen eine Besonderheit dar. Zudem beinhalten fast alle Fragestellungen Vergleiche zwischen unterschiedlichen Zeitpunkten, so dass das Vertrauen, das diese Fragestellungen abbilden sollen, explizit als ein relatives Phänomen interpretiert wird. Auch fällt auf, dass keine der Fragen sich direkt auf die Gegenwart bezieht, so dass die gegenwärtigen Bedingungen weder direkt als das gegenwärtige Neubauvolumen noch indirekt als die gegenwärtige Geschäftslage in die Ableitung des Indikators einfließen. Im Rahmen der sechs Fragen kommen vier verschiedene Sätze von jeweils fünf Antwortkategorien zum Einsatz. Die auf diese Weise konzipierte Konjunkturmfrage wird in vierteljährlichem Rhythmus durchgeführt.

Leigh beschreibt das Ziel seines Indikators folgendermaßen: „[!] Texas RECI expresses the level of optimism versus pessimism about the real estate business activity in the coming quarter.“⁶⁸⁹ Er wurde geschaffen, um als vorlaufender Indikator auf Immobilienmärkten kurzfristige Prognosen der Marktentwicklung zu ermöglichen. Zu diesem Zweck werden regelmäßig in Berufsverbänden organisierte Angehörige der oben angeführten Berufsgruppen befragt, sofern sie über spezielle ausbildungsbezogene Titel verfügen.⁶⁹⁰ Das Kriterium des Titels spielt dabei für Leigh eine wichtige Rolle, da er davon ausgeht, dass besser ausgebildeten Marktteilnehmern ein qualifizierteres Urteil möglich ist. Annahmen über eine Verhaltensrelevanz der Erwartungen standen hier nicht im Vordergrund. Auch strebt Leigh die Befragung von Individuen an, die ausschließlich immobilienbezogene Tätigkeiten ausüben und sich nicht, wie bspw. Investoren, nur zeitweise auf Immobilienmärkten engagieren, da sie über die Möglichkeit verfügen, ihr Vermögen umzuschichten und dabei zwischen verschiedenen Anlagentypen zu wählen.⁶⁹¹ Die Antworten der auf diese Weise ausgewählten Individuen beziehen sich jeweils auf den gesamten Immobilienmarkt, jedoch wird dabei typolo-

⁶⁸⁹ Interview Leigh (2002), Anhang.

⁶⁹⁰ Berufsverbände spielen auch deswegen für die Erstellung eine wichtige Rolle, da die Konjunkturmfragen für jede Berufsgruppe von den entsprechenden Berufsverbänden finanziert werden.

⁶⁹¹ Allerdings könnte man analog für die Gruppe der commercial lender argumentieren, dass sie nicht notwendigerweise konstant Fremdkapital auf Immobilienmärkten verleihen muss, da sie über die Möglichkeit verfügt, auch Geschäfte mit Firmenkunden zu tätigen.

gisch unterschieden zwischen dem Markt für Wohnimmobilien und dem Markt für Gewerbeimmobilien. In institutioneller und regionaler Hinsicht werden RECI für jede einzelne Gruppe sowie für einzelne Städte erhoben, nicht aber für einzelne der betrachteten Regionen: Austin, Dallas, El Paso, Fort Worth-Arlington, Houston, San Antonio, das übrige Texas.

Das Aggregationsverfahren des Texas RECI ist an Verfahren angelehnt, die bei der Erstellung des Index des Konsumentenvertrauen der University of Michigan, einem der beiden wichtigsten Vertrauensindizes der USA, zur Anwendung kommen. Positive Antworten erhalten dabei den Wert „1“, während negativen Antworten der Wert „-1“ zugeordnet wird. Die Werte werden für alle sechs Fragen anschließend aufsummiert, so dass sich ein Wert zwischen „-6“ (alle sechs Antworten fielen „schlecht“ oder „sehr schlecht“ aus) und „6“ (alle sechs Antworten fielen „gut“ oder „sehr gut“ aus) ergibt. Zu der auf diese Weise erlangten Summe werden „6“ addiert und das Ergebnis wird schließlich durch „12“ geteilt. Man erhält so als Resultat einen Wert zwischen „0“ (wegen $(-6 + 6) / 12 = 0$) und „1“ (wegen $(6 + 6) / 12 = 1$) mit 0,5 als angenommener neutraler Schwelle zwischen Pessimismus und Optimismus. Dabei wird sowohl auf der Ebene von einzelnen Gruppen und Individuen als auch auf der Ebene einzelner Fragen von einer speziellen Gewichtung abgesehen. Alle Fragen und alle Teilnehmer werden gleich gewichtet, so dass ein einfaches arithmetisches Mittel die Berechnung des Gesamtindex erlaubt. Saisonbereinigungsverfahren kommen dabei nicht zur Anwendung. Das Real Estate Center der Texas A&M University stellt die auf diese Weise entstandenen Daten der Öffentlichkeit sowohl in institutionell als auch in regional disaggregierter Form zur Verfügung.⁶⁹²

Die Kriterien des NBER fanden im Fall des Texas RECI bisher keine Anwendung. Zwar wurden als Zielzeitreihen des RECI potenziell wohnungswirtschaftliche Transaktionen für das wohnungswirtschaftliche Panel und gewerbliche Bauvolumina für das gewerbliche Panel identifiziert, jedoch ist eine entsprechende Überprüfung bisher unterblieben. Ein abschließendes Urteil über die Prognoseleistung des Texas RECI ist daher nicht möglich. In Übereinstimmung mit den Aussagen von Snyman können an dieser Stelle nur diejenigen Kriterien diskutiert werden, deren Ausprägung einer statistischen Überprüfung bei qualitativen Konjunkturindikatoren nicht direkt zugänglich sind. Es handelt sich dabei um die Kriterien der ökonomischen Bedeutung, der statistischen Eignung und der Aktualität.

⁶⁹² Texas A&M University (2006) .

- Ökonomische Bedeutung: Eine für die Beurteilung des RECI entscheidende Besonderheit geht auf das Auswahlkriterium der einzelnen Befragten zurück. In Übereinstimmung mit der theoretischen Fundierung von Geschäftsklimaindikatoren kann von einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen nur bei leitenden Angestellten und Unternehmern ausgegangen werden, da nur diese ihre Erwartungen auch in Pläne umsetzen können.⁶⁹³ Im vorliegenden Fall wurde jedoch bezweckt, eine Expertenbefragung durchzuführen, wobei die Auswahl allein über tätigkeitsbezogene Titel und eine damit verbundene vermeintlich bessere Einschätzung von Geschehnissen am Markt erfolgt ist. Eine Verhaltensrelevanz liegt damit selbst nach Meinung von Leigh der Befragung nicht zugrunde. Bei der Beantwortung der Fragen wird eine konkrete zu bewertende unternehmensinterne Variable vorgegeben, so dass der inhaltliche Bezug prinzipiell feststeht. Es stellt sich die Frage nach der Zweckdienlichkeit einer derartigen Festlegung, da bspw. das Neubauvolumen des Betriebes, dem der Befragte angehört, nicht unbedingt alle relevanten Einflüsse auf einem Markt widerspiegelt.⁶⁹⁴ Zweitens kann von einer Expertenbefragung erwartet werden, dass ein direkter Bezug zu einem konkreten regionalen und typologischen Teilmarkt hergestellt wird. Dies ist jedoch nicht der Fall, da sich die Fragestellung auf Umstände im eigenen Unternehmen bezieht und unterstellt wird, dass das Unternehmen nur lokale Geschäfte betreibt. Vor dem Hintergrund, dass Leigh sich auf die Verfahren der University of Michigan beruft und Katona als einer der Begründer der Konsumenten- und Unternehmensbefragungen die Verfahren an der University of Michigan in vielfältiger Hinsicht geprägt hat, stellt sich die Frage, welcher Art die indirekte theoretische Fundierung Texas RECI sein kann. In seiner Abhandlung über das „Verhalten der Verbraucher und Unternehmer“ schreibt Katona in einem Kapitel über „Einstellung und Verhalten im Konjunkturzyklus“: „Der Ursprung von Änderungen der Einstellungen der Konsumenten ist noch in Ungewissheit verborgen. Aber die Konsumenten sind zugänglich; man kann ihre Einstellungen und Erwartungen messen; und es gibt gute Gründe für die Ansicht, diese Einstellungen als Voranzeiger des Konsumentenverhaltens zu betrachten.“⁶⁹⁵ Da somit auch Katona von einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen ausging, scheint das Frageprogramm von Leigh sich nicht ganz von dem Anschein befreien zu können, dass der Texas RECI sowohl Elemente einer Expertenbefragung aufweist – bspw. die Auswahl

⁶⁹³ Vgl. Nerb (1983), S. 75.

⁶⁹⁴ Die Geschäftslage hängt bspw. auch von der Intensität des Wettbewerbes, den am Markt aushandelbaren Vertragskonditionen und den Finanzierungsbedingungen ab.

⁶⁹⁵ Katona (1960), S. 349. Vgl. Güntzel (1994), S. 125-127.

über geeignete Titel – als auch Elemente einer auf Verhaltensrelevanz basierenden Befragung – bspw. die genaue Fragestellung sowie die theoretische Fundierung durch Katona – beinhaltet. Aus diesen Gründen wird der ökonomische Zusammenhang zwischen den Erwartungen einer tendenziell besser ausgebildeten, nicht aber zwangsläufig entscheidungsbefugten oder repräsentativen Gruppe und der Entwicklung einer Zielzeitreihe zumindest als ungewiss eingestuft. Er kann jedoch ohne empirische Überprüfung nicht grundsätzlich verneint werden.

- Statistische Eignung: Leigh beruft sich bei der Erhebung und Verarbeitung des Frageprogramms auf Methodiken der University of Michigan. Die grundsätzliche Methodik kann daher als fundiert eingestuft werden. Es wird jedoch keine geschichtete Stichprobe angestrebt, die eine bessere Berücksichtigung der Struktur des Marktes bzw. der Bedeutung einzelner Regionen hätte erlauben können. Auch ist es nicht möglich, über die Stichprobengröße zu urteilen. Korrekturen einzelner Fragen sind nicht erfolgt, so dass insgesamt eine Zeitreihenlänge vorliegt, die mit 24 Datenpunkten als adäquat angesehen werden darf. Leigh setzt zur Aggregierung ein arithmetisches Mittel über alle sechs Fragen ein und legt dabei fest, dass der Übergang von Optimismus zu Pessimismus bei einer Punktzahl von 0,5 stattfindet. Diese Annahme bedeutet in der Praxis, dass – sofern Zinssätze nicht immer in ähnlicher Weise verlaufen wie die Erwartungen der Marktteilnehmer – Optimismus in vielen Fällen erst dann durch den Index angezeigt wird, wenn neben den beiden Erwartungsfragen auch mindestens eine Frage über die nahe gelegene Entwicklung der Vergangenheit einen positiven Wert aufweist. Ob vor diesem Hintergrund der durch den Confidence Index gemessene Optimismus ein guter vorlaufender Indikator für die Marktentwicklung sein kann, ist unklar.⁶⁹⁶ Diese Problematik wird noch durch den kurzen Erwartungshorizont der Befragten verschärft, da bei den hier beispielhaft dargestellten Bauunternehmen der Wohnungswirtschaft nicht davon ausgegangen werden kann, dass das Neubauvolumen der kommenden drei Monate nicht bereits in der Gegenwart feststeht, so dass auch aus diesem Grund konjunkturelle Wendepunkte möglicherweise erst relativ spät erfasst werden können.⁶⁹⁷ Zusätzlich stellt sich die Frage, ob durch die Vergleiche mit unterschiedlichen Zeitpunkten wirklich substantiell verschiedene Sachverhalte gemessen werden oder ob einzelne Fragen redundante Aspekte aufgreifen, die einen gleichgewichtigen Eingang in den

⁶⁹⁶ Prinzipiell liegt eine Interpretation als gleichlaufender Indikator näher, obwohl der RECI selbstverständlich auch weiterhin über einen technischen Vorlauf gegenüber dem Erscheinen der offiziellen Statistik verfügen würde.

⁶⁹⁷ Auf diese Weise interpretiert, könnte das Neubauvolumen der kommenden drei Monate ebenso als eine verkürzte Variante einer Beurteilung der Auftragsbestände verstanden werden.

RECI nicht rechtfertigen. Schließlich bleibt fraglich, ob eine Skalierung mit fünf Ausprägungen, die ausgewertet wird wie eine Skalierung mit drei Ausprägungen, gemessen an einer tatsächlichen Skalierung mit drei Ausprägungen eine höhere Aussagekraft besitzt. Andererseits könnte angenommen werden, dass eine Skala mit fünf Merkmalen mehr Möglichkeiten bietet, den in Punkt 2.2.2 diskutierten, potenziell wichtigen Informationsgehalt der Antwortkategorie „gleich“ zu operationalisieren.⁶⁹⁸ Schließlich darf nicht übersehen werden, dass ein Vorlauf nicht nur von der Wahl des Indikators, sondern auch durch die Adäquatheit der Referenzgröße bestimmt wird. Wohnungswirtschaftliche Transaktionen eignen sich durchaus als Zielzeitreihe für einen Teil des finanziellen Immobilienzyklus, nicht aber bspw. für die Bauaktivitäten der wohnungswirtschaftlichen Bauunternehmen. Darüber hinaus ist fraglich, ob gewerbliche Bauvolumina, die nur den Projektentwicklungsmarkt abbilden, als geeignete Zielzeitreihe für den gesamten gewerblichen Immobilienmarkt gelten können. Die statistische Eignung wird vor diesem Hintergrund als eingeschränkt eingestuft.

- Aktualität: Aufgrund einer schnellen Veröffentlichung und eines vierteljährlichen Erscheinens ist das Kriterium der Aktualität erfüllt.

Insgesamt hat Leigh die Frage nach dem „was“ in institutioneller⁶⁹⁹ und regionaler Hinsicht breit interpretiert, unter typologischen Gesichtspunkten jedoch eher eng auffasst. Statt einer inhaltlichen Breite stellt der Koordinator des Index eine zeitliche Vielfalt in den Vordergrund, indem er Teilnehmer denselben Sachverhalt über vier unterschiedliche Zeiträume hinweg bewerten lässt und sie auffordert, die einzelnen Perioden einander gegenüberzustellen. Obwohl der Umfang des Frageprogramms für den Texas RECI mit sechs Fragen prinzipiell begrenzt ausfällt, erweisen sich die Formulierungen als komplex und sind nicht ohne weiteres zu beantworten. Gerade bei Vergleichen zwischen verschiedenen Dreimonatsperioden ist fraglich, ob dem betreffenden Umfrageteilnehmer eine adäquate Beantwortung ohne Rückgriff auf interne Datenquellen möglich sein wird.

Die Frage nach dem „wie“ beantwortet Leigh sehr pragmatisch über die Anwendung erprobter Techniken einer anerkannten Institution. Dennoch entstehen gerade aufgrund der speziellen Ausgestaltung des Frageprogramms Zweifel an den Vorlauf Eigenschaften des abgeleiteten Konstruktes. Die Antwort auf das „warum“ wird zwar von

⁶⁹⁸ Dies wäre vor allem dann der Fall, wenn Marktteilnehmer, die lediglich eine leichte Veränderung erwarten, bei einer Dreierskala dazu tendieren würden, „gleich“ anzugeben.

⁶⁹⁹ Wenn man von dem Nichteinbezug der Immobilieninvestoren absieht.

Leigh im Sinne einer Expertenbefragung beantwortet, jedoch reicht diese Erklärung aufgrund der im ersten Abschnitt behandelten Aspekte nur bedingt aus, um dem Gesamtkonzept Plausibilität zu verleihen. Vor diesem Hintergrund und in Ermangelung einer quantitativen Überprüfung der Prognosegüte erübrigt sich eine Beantwortung der Frage nach dem „wer, wo, wann“.

4.2.3 Washington Real Estate Confidence Index

Ungefähr ein Jahr nach dem Erscheinen des ersten Texas RECI wurde dessen Modell als nahezu exakte Kopie durch das Washington Center for Real Estate Research an der Washington State University auf den Bundesstaat Washington übertragen.⁷⁰⁰ Glenn Crellin, Direktor des Washington Center for Real Estate Research und Initiator des Washington RECI veränderte das Modell zu diesem Zweck nur geringfügig. Der Index, der im Sommer 2005 zum letzten Mal erstellt wurde, erfährt daher im Rahmen dieser Arbeit nur eine verkürzte Darstellung.

Die Frage nach dem „was“ fasst Crellin institutionell noch breiter als Leigh auf. Der Washington RECI beinhaltet zusätzliche Gruppen in den Bereichen Property Management und Land Markets.⁷⁰¹ Im Gegensatz zu Leigh lehnt Crellin zwar die Befragung von Investoren keineswegs ab, seine Erhebung beruht jedoch ebenfalls auf der Zusammenarbeit mit verschiedenen Verbänden, die ihm die Grundgesamtheit der Teilnehmer zur Verfügung stellen. Da ihm für den Staat Washington kein angemessener Verband bekannt ist, der Investoren repräsentativ erfasst, wird diese Gruppe nicht befragt. Regional ist der Washington RECI ähnlich breit positioniert wie der Texas RECI und umfasst im einzelnen „Central Puget Sound“, „Northwest Washington“, „Olympic Peninsula“, „Southwest Washington“, „Urban East“ und „Rural East“ (16 verbleibende counties des Staates Washington). Er bezieht sich somit anders als der Texas RECI eher auf verwaltungsrechtliche Einheiten als auf einzelne Städte. In typologischer Hinsicht wird unterschieden zwischen dem wohnungswirtschaftlichen und dem gewerblichen Immobilienmarkt. Die Zuordnung einzelner Personen zu den Regionen und Typologien erfolgte im Rahmen der erstmaligen Erfassung. Teilnehmer wurden zu diesem Zweck nach der prozentualen Aufteilung ihrer Geschäftstätigkeit auf

⁷⁰⁰ Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf Interviews mit Glenn Crellin, dem Koordinator des Washington RECI sowie auf durch ihn zur Verfügung gestellte Informationsmaterialien. Vgl. Interview Crellin (2005), Anhang; Interview Crellin (2002a), Anhang; Interview Crellin (2002b), Anhang.

⁷⁰¹ Handel mit unbebauten Grundstücken.

verschiedene Regionen gefragt. Die auf diese Weise determinierten Faktoren bilden die Grundlage für eine gewichtete Zuordnung der Antworten zu einzelnen Regionen. Dabei wird unterstellt, dass der Teilnehmer in den Regionen, in denen er anteilig mehr Geschäfte tätigt, über eine höhere Expertise verfügt. Die Zuordnung zu einer bestimmten Typologie erfolgt ebenfalls bei erstmaliger Erfassung der Befragten. Im Gegensatz zu der regionalen Zuordnung bestimmt hier jedoch nicht die Angabe des Teilnehmers, sondern die Zugehörigkeit zu einem wohnungswirtschaftlichen oder gewerblichen Verband die typologische Aufteilung. Eine Ausnahme bilden die Finanzierer, da sie eine eigene Gruppe bilden, die nicht typologisch zugeordnet wird.

Crellin führte die Umfrage im Zeitraum von 2000 bis 2002 in halbjährlichen Abständen durch. Im Gegensatz zu der Befragung aus Texas erfasste er dabei einen Prognosezeitraum von 6 Monaten, der, wie er sagt, eher dem Erwartungshorizont eines Marktteilnehmers am gewerblichen Immobilienmarkt entspricht.⁷⁰²

What do you expect will be the level of your lending activity in the next six-months compared to the 6-month period now ending?

- Greatly improve over preceding six months
- Improve over preceding six months
- Stay about the same as preceding six months
- Worsen compared to preceding six months
- Greatly worsen compared to preceding six-months

Ein derartiges identisches Fragenprogramm bei veränderten Zeiträumen forderte von dem Teilnehmer, über insgesamt zwei Jahre hinweg einzelne Perioden der Geschäftstätigkeit miteinander zu vergleichen.⁷⁰³ Nachdem manche der Teilnehmer Bedenken gegenüber einem sechsmonatigen Zeithorizont geäußert hatten, entschloss sich Crellin, den Erwartungshorizont und die Vergleichszeiträume von sechs auf drei Monate zu verringern und entsprechend die Häufigkeit der Umfrage zu erhöhen, um eine lückenlose Beobachtung des betrachteten Phänomens zu erreichen. Auf diese Weise wurde eine zusätzliche Annäherung an den Texas RECI erreicht. Als weitere Gemeinsamkeit nimmt der Washington RECI ebenso wie der Texas RECI Bezug auf bestimmte quantitative Ausprägungen der Geschäftstätigkeit des Unternehmens, in diesem Fall das

⁷⁰² Dies gilt jedoch nur bedingt für den wohnungswirtschaftlichen Immobilienbereich, da hier die Teilnehmer laut Aussagen von Crellin bereits Erwartungen über drei Monate als herausfordernd empfinden.

⁷⁰³ Die ersten drei Fragen beinhalten Fragen nach dem abgelaufenen Halbjahr, dem Halbjahr davor und dem entsprechenden Halbjahr des Vorjahreszeitraums (1,5 Jahre). Dazu kommt eine Fragestellung nach den Erwartungen in Bezug auf die zukünftigen 6 Monate im Vergleich zu verschiedenen Halbjahresintervallen in der Vergangenheit.

Niveau der Fremdkapitalvergabe, fragt diese jedoch nur qualitativ ab. Folglich gelten die entsprechenden, oben angeführten Kritikpunkte auch in diesem Fall.

Die Frage nach dem „wie“ wird analog zu dem Vorgehen bei der Erstellung des Texas RECI beantwortet. Zwar hatte Crellin am Anfang der Erhebung versucht, die einzelnen Antworten mittels einer abgewandelten Methodik zu aggregieren, jedoch gelangt er zu dem Schluss, dass auf diese Weise nicht eine höhere, sondern eine geringere Flexibilität erzielt werde. Auch beim Washington RECI wird prinzipiell davon ausgegangen, dass ein Wendepunkt bei einem Indexwert von 0,5 erreicht ist. Crellin wies jedoch darauf hin, dass verschiedene Gruppen – allen voran die Vermittler der Wohnungswirtschaft – zumindest während der letzten Jahre Tendenzen zum Optimismus aufgezeigt hätten. Es sei somit nicht auszuschließen, dass der tatsächliche Wendepunkt über 0,5 liege. Zudem weise das Antwortverhalten vor allem der Angehörigen der gewerblichen Immobilienwirtschaft eine ausgeprägte Volatilität auf. Diese Volatilität sei jedoch nicht auf externe Schocks wie den 11. September zurückzuführen.⁷⁰⁴ Derartige Ereignisse hätten sich so gut wie gar nicht auf das Vertrauen der Marktteilnehmer ausgewirkt.

Der Washington RECI wird erst seit Dezember 2000 und während der ersten zwei Jahre in halbjährlichem Rhythmus aufgestellt. Folglich lässt die Länge der Zeitreihe noch keine wirkliche Überprüfung ihrer Aussagekraft zu. Vorläufige Korrelationsanalysen zeigen eine schwache Prognosefähigkeit der Antworten auf Aggregatsebene vor allem im wohnungswirtschaftlichen Bereich. Dieser Aspekt verdient besondere Aufmerksamkeit, da Crellin nicht den Versuch unternimmt, die Aussagen aller Gruppen von Marktteilnehmern zu verdichten und als Gesamtindikator für die Prognose einer einzelnen immobilienwirtschaftlichen Größe zu nutzen. Vielmehr hat er für jede einzelne Gruppe individuelle gleichlaufende Indikatoren ausgewählt, denen gegenüber der Teilindex des RECI potenziell über einen Vorlauf verfügt. Eine derartige Vorgehensweise stellt ein Novum dar und impliziert die Annahme, dass es keine allgemeingültige Variable gibt, auf deren Verlauf alle Gruppen gemeinsam Einfluss nehmen: „That is the only way that is fair“.⁷⁰⁵ Im Einzelnen handelt es sich um die folgenden Variablen:

- Gewerblicher Immobilienmarkt: Leerstandsraten am gewerblichen Markt
- Wohnungsimmobiliemarkt: wohnungswirtschaftliche Transaktionen
- Fremdfinanzierer: Zinssätze und Neuzusagen

⁷⁰⁴ Es war jedoch darüber hinaus nicht erkennbar, ob die Volatilität auf die Zusammensetzung der jeweiligen Teilnehmer zurückging oder einfach kennzeichnend für die jeweilige Gruppe ist.

⁷⁰⁵ Interview Crellin (2005), Anhang.

Regional untergliederte Ergebnisse lassen bisher keine statistisch abgesicherten Aussagen über zukünftige Marktentwicklungen zu. Aus Sicht von Crellin geht dieser Umstand zum Teil auch auf den Umfang der Befragung zurück, der mit 500-600 Teilnehmern insgesamt und einem durchschnittlichen Rücklauf von ca. 200 Fragebögen zwar angemessen ausfällt, aber nicht ausreicht, gute Ergebnisse auf Ebene jeder einzelnen Region zu erzielen. Auf der anderen Seite darf auch an dieser Stelle nicht vergessen werden, dass Prognosequalität nicht nur von der Güte des qualitativen Indikators, sondern auch von der Natur und Qualität der Zielzeitreihe abhängt. Das Washington Center for Real Estate Research stellt die Zeitreihen für die wohnungswirtschaftlichen Transaktionen selbst zusammen und verfügt hier über einen direkten Einfluss auf die Qualität der Daten. In den anderen Fällen ist dies nicht möglich. Insgesamt zeigte sich Crellin von der Qualität des Zusammenhangs zwischen Indikatoren und Zielzeitreihen enttäuscht. Kosten-Nutzen-Erwägungen veranlassten ihn im Juni 2005 das Projekt Washington RECI zunächst zu beenden.

Für die Antwort auf die Frage nach dem „warum“ gilt eine analoge Argumentation wie in Punkt 4.2.2. Eine Antwort auf die Frage nach dem „wer, wo, wann“ ist in Ermangelung einer ausführlichen statistischen Untersuchung noch nicht ermittelbar.

4.2.4 New Zealand Property Institute Confidence Indicator

Von Dezember 1999 bis Februar 2003 beauftragten das New Zealand Property Institute (NZPI) und der neuseeländische Baudienstleister Maltby & Partners Peter Beddek vom Marktforschungsinstitut UMR Research mit der Erstellung des neuseeländischen NZPI Confidence Indicator.⁷⁰⁶ Nach Ablauf dieser Periode wurde der Index auf Wunsch der beiden Auftraggeber eingestellt.⁷⁰⁷ Das dazugehörige Fragenprogramm richtete sich an Angehörige der Immobilien- und Bauindustrie, zu der in diesem Fall die folgenden Gruppen gezählt werden: (1) Government, (2) Local Government, (3) Financial, (4) Property Development, (5) Property Owner/Investor, (6) Building Contractor, (7) Construction Consultant, (8) Property Consultant, (9) Legal, (10) Accounting/Business, (11) Other. Es umfasste insgesamt drei Fragen mit jeweils fünf Antwortkategorien.⁷⁰⁸

⁷⁰⁶ Die Analyse basiert unter anderem auf Gesprächen mit Mitarbeitern. Vgl. Interview Leonard (2005), Anhang; Interview Beddek (2002), Anhang; Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2002); Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2001); Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2000b); Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2000a).

⁷⁰⁷ Nähere Informationen zu den Umständen und Hintergründen waren nicht ermittelbar.

⁷⁰⁸ Vgl. Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2002), S. 5-15.

- 1) Over the next three months do you expect conditions in the construction and property industry to
 - Get a lot better
 - Get a bit better
 - Stay the same
 - Get a bit worse
 - Get a lot worse
- 2) Over the next six months do you expect conditions in the construction and property industry to
 - Get a lot better
 - Get a bit better
 - Stay the same
 - Get a bit worse
 - Get a lot worse
- 3) Over the next twelve months do you expect conditions in the construction and property industry to
 - Get a lot better
 - Get a bit better
 - Stay the same
 - Get a bit worse
 - Get a lot worse

Im Rahmen des NZPI Confidence Indicator wurde das erhobene Vertrauen auf Immobilienmärkten als ein mehrdimensionales, vor allem von zukünftigen und weniger von gegenwärtigen Marktbedingungen bestimmtes Phänomen interpretiert, da das Fragenprogramm drei verschiedene Erwartungshorizonte umfasste. Es wurde ein einmonatiger Erhebungsrhythmus gewählt, so dass kurzfristige Änderungen des Vertrauens scheinbar nicht ausgeschlossen waren. Die fünfgeteilte Antwortskala erhöhte die Sensibilität des Indikators gegenüber neuen Informationen und Veränderungen des Vertrauens unter den Marktteilnehmern. Auf der anderen Seite stand dieser Sensibilität jedoch der Verzicht auf jegliche Untergliederung des Indikators nach typologischen Teilsegmenten des Immobilienmarktes gegenüber. Zu den drei dargestellten Erwartungsfragen kam eine regelmäßige Sonderfrage, die auf das wahrgenommene Immobilienverständnis des Staates abzielte:

- 4) How well do you think the Labour-led Government understands the key issues affecting the New Zealand construction and property industries?
 - Well
 - Unsure
 - Not well

Das Ziel des NZPI Confidence Indicator sah Maltby & Partners in der Erfassung der „perceptions of players in the property and construction sector as to the future state of

the industry“.⁷⁰⁹ Zu diesem Zweck hatten Maltby & Partners und das NZPI 1800 mögliche Marktteilnehmer der neuseeländischen Immobilien- und Bauindustrie identifiziert, die zu den oben dargestellten Gruppen gehörten und als die Grundgesamtheit der Umfrage genutzt wurden. Aus ihnen wurden im Dezember 1999 300 repräsentative Marktteilnehmer im Rahmen einer Zufallsstichprobe für eine telefonische Umfrage ausgewählt. Das Ergebnis ihrer Befragung bildete den Referenzpunkt für alle folgenden monatlichen Umfragen, die jedoch nur noch jeweils eine Zufallsstichprobe mit einem Umfang von 100 Personen umfassten. Dabei entfiel aufgrund der telefonischen Durchführung die in Punkt 2.2.2 identifizierte Problematik einer potenziellen Nichtteilnahme an der Befragung und die Rücklaufquote betrug regelmäßig 100%. Folglich war auch die Berechnung des Stichprobenfehlers möglich, den Maltby folgendermaßen beziffert: „For a sample of 300 the margin of error for a 50% figure at the 95% confidence level is +5.7%, and for a sample of 100 the margin of error for a 50% figure at the 95% confidence level is +9.8%.“⁷¹⁰

Bei der Aggregation der Befragungsergebnisse für einzelne Fragen kam prinzipiell eine erweiterte und veränderte Saldenmethode zur Anwendung:

$$\text{Einzelindikator} = (x_t^0 - x_t^- + x_t^+)$$

Das besondere an der gewählten Methodik war, dass der Prozentsatz der „gleich“-Antworten im Gegensatz zu der ursprünglichen Saldenmethode mit dem gleichen Gewicht in den Index einging wie die „positiven“ („a bit better“ sowie „a lot better“) und die „negativen“ („a bit worse“ sowie „a lot worse“) Antworten. Auf diese Weise nahmen die quantifizierten Antworten auf eine Frage eine Ausprägung zwischen +100 und -100 an. Sobald die Einzelindikatoren für alle drei Erwartungsfragen feststanden, wurden sie als gewichtetes arithmetisches Mittel zusammengefasst. Hier erhielt der Erwartungshorizont von drei Monaten ein Gewicht von drei Einheiten, der Erwartungshorizont von sechs Monaten ein Gewicht von zwei Einheiten und der Erwartungshorizont von 12 Monaten ein Gewicht von einer Einheit. Darüber hinaus wurde – außer für den Basismonat Dezember 1999 – für jeden monatlichen Datenpunkt ein gleitender Dreimonatsdurchschnitt gebildet, um Ausreißer zu glätten.⁷¹¹ Der auf diese Weise abgeleitete

⁷⁰⁹ Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2000a), S. 18.

⁷¹⁰ Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2002), S. 2.

⁷¹¹ Vgl. Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2002), S. 2; Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2000a), S. 20.

Indikator wurde sowohl auf Landesebene ausgewiesen sowie regional für Auckland und Wellington.

Laut Aussagen von Mitarbeitern der beteiligten Unternehmen ist der Indikator nicht auf seine prognostische Aussagekraft hin untersucht worden. Aus diesem Grund können von den sechs Kriterien des NBER bei der folgenden Untersuchung lediglich die drei Kriterien der ökonomischen Bedeutung, der statistischen Eignung und der Zeitnähe Berücksichtigung finden:

- Ökonomische Bedeutung: Die Formulierung der drei Erwartungsfragen verdeutlicht, dass es sich bei der für die Erstellung des NZPI Confidence Indicators durchgeführten Umfrage in konzeptioneller Hinsicht tendenziell um eine Expertenbefragung handelt. Statt auf unternehmensinterne Variablen scheinen die Fragen auf die Erfassung der Geschäftslage in der Bau- und Immobilienwirtschaft insgesamt abzielen. Während die Befragten im Rahmen eines Geschäftsklimaindiktors jedoch aufgrund ihrer Position im Unternehmen im Regelfall über die Ausprägung der speziellen, für das jeweilige Unternehmen relevanten Variablen informiert ist, besteht für eine vergleichbare Annahme hier kein Anlass. Selbst wenn man unterstellt, dass die Grundgesamtheit der Befragten alle relevanten Berufsgruppen der Bau- und Immobilienwirtschaft in repräsentativem Umfang enthält und dass es für eine angemessene Beurteilung der Branche ausreicht, wenn die Teilnehmer jeweils nur ihren eigenen Teilbereich beurteilen, müssen zwei Voraussetzungen erfüllt sein. Erstens muss die Stichprobe die Grundgesamtheit regelmäßig in repräsentativem Umfang wiedergeben und zweitens ist es notwendig, dass die Befragten ihr eigenes Umfeld korrekt einschätzen. Sobald eine dieser beiden Voraussetzungen nicht erfüllt werden kann, erfordert eine ökonomische Bedeutung des Indikators eine weit reichende und vor allem korrekte Einsicht der Befragten in die Lage aller typologischen, regionalen und institutionellen Teilbereiche der Bau- und Immobilienwirtschaft. Vor dem Hintergrund der Erkenntnisse aus Punkt 3.2.2 muss dies aber zumindest als fraglich eingestuft werden.
- Statistische Eignung: Im Gegensatz zu den meisten Konjunkturumfragen ermöglicht die hier behandelte Umfrage die Berechnung eines Stichprobenfehlers. Darüber hinaus weist die Konstruktionsweise des NZPI Confidence Indicator vergleichbare Vorteile wie übliche Geschäftsklimaindikatoren auf, da ein Trend über die Bildung von Prozentsätzen ausgeschlossen wird und Revisionen entfallen. Diesen Vorteilen steht jedoch eine Reihe von Nachteilen gegenüber. Erstens kann gerade bei monatlichen Werten einer Umfrage, die auch die Bauwirtschaft

und den Wohnimmobilienmarkt abbildet, eine Saisonkomponente entstehen.⁷¹² Hinzu kommt zweitens, dass der Indikator eine Disaggregation nur in sehr eingeschränktem Ausmaß zulässt, so dass seine statistische Eignung in qualitativer Hinsicht für die Immobilienbranche begrenzt ist. Drittens muss betont werden, dass mit der Möglichkeit, einen Stichprobenfehler berechnen zu können, notwendigerweise eine im Zeitablauf unterschiedliche Zusammensetzung des Teilnehmerkreises einhergeht, der die Vergleichbarkeit der Datenpunkte deutlich einschränkt. Schließlich geht ein weiteres Problem des Indikators auf die angewendete Quantifizierungstechnik zurück, da die „same“-Antworten mit demselben Gewicht Eingang finden wie die „better“-Antworten. Ein hoher Wert des Indikators könnte daher ausdrücken, dass ein Großteil der Teilnehmer eine Verbesserung der Geschäftslage der Industrie erwartet. Er könnte aber auch darauf zurückgehen, dass unter den Befragten große Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Geschäftslage besteht, die die Teilnehmer dazu veranlasst, die Gegenwart in die Zukunft zu extrapolieren. Die statistische Eignung der gewählten Methodiken kann daher nur als eingeschränkt gegeben befunden werden.

- Aktualität: Aufgrund einer monatlich durchgeführten Erhebung besteht ein hohes Maß an Aktualität.

Zusammenfassend steht fest, dass die Frage nach dem „was“ typologisch und institutionell eng beantwortet wurde. Die regionale Gliederung ermöglichte zumindest eine Unterscheidung der beiden Immobilienstandorte Auckland und Wellington. Ein Schwerpunkt wurde auf die Erfassung verschiedener Zeithorizonte gelegt, was einerseits eine differenzierte Analyse der Erwartungen der Marktteilnehmer ermöglichte, auf der anderen Seite aber auch die Flexibilität des Instruments erhöhte, da nicht alle Gruppen von Marktteilnehmern über einen identischen Erwartungshorizont verfügen. Das Frageprogramm erwies sich als kurz und übersichtlich. Da der Interviewer die Teilnehmer während ihrer üblichen Geschäftszeiten anrief und befragte, bestand jedoch die Möglichkeit, dass die Zeit, die auf die Beantwortung der Frage verwendet wurde, der Komplexität des Sachverhalts nicht Rechnung trug.⁷¹³ Sofern dies zutrifft, stellt sich die Frage nach den Heuristiken, die die Teilnehmer bei der Beantwortung der Fragen heranzogen. Eine externe Perspektive lässt hierüber keine Rückschlüsse zu.

⁷¹² Während die Geschäftstätigkeit in der Bauindustrie stark von den Witterungsverhältnissen beeinflusst wird, hängt das Transaktionsvolumen von Wohnimmobilien nicht zuletzt von Saisonalitäten am Arbeitsmarkt ab.

⁷¹³ Dies gilt umso mehr für den Fall, dass die Teilnehmer an der Umfrage dem Interviewer gegenüber nicht unwissend erscheinen wollen.

Für die Beantwortung der Frage nach dem „wie“ wählten die Initiatoren des NZPI Confidence Indicator eine Lösung, die den statistischen Anspruch des Indikators erhöhte, jedoch seine inhaltliche Aussagekraft verringerte. Es erfolgte weder eine institutionelle Beschränkung auf Gruppen, die den Markt in besonderem Maße prägen, noch auf Gruppen, die branchenweite Entwicklungen in einem früheren Stadium wahrnehmen. Umfrageteilnehmer wurden scheinbar als austauschbar angesehen. Sofern sich aber nicht alle Segmente des Immobilienmarktes gleichzeitig in eine Richtung entwickeln und nicht alle Teilnehmer über einen identischen Kenntnisstand verfügen, führt eine zufällige monatliche Auswahl von unterschiedlichen Personen zu einer erhöhten Volatilität der Beantwortung. Dies wäre eine mögliche Erklärung für deutliche Sprünge des Indikators, der bspw. von April 2000 auf Mai 2000 um 63 Punkte fiel, zwei Monate später jedoch wieder den Stand aus April 2000 erreichte.⁷¹⁴ Ebenso sprang der Index von Oktober 2000 auf Dezember 2000 um 70 Punkte nach oben und erreichte damit einen neuen Höchststand.⁷¹⁵

Antworten auf die Frage nach dem „warum“ konnten im Rahmen dieser Untersuchung nur bedingt gefunden werden. Der NZPI Confidence Indicator stellt jedoch tendenziell eine Expertenbefragung dar. Seine Aussagekraft hängt in hohem Maße von der Korrektheit der vorangehend dargestellten Annahmen ab. Im Einzelnen erlaubt eine externe Perspektive hierzu kein Urteil. Vor diesem Hintergrund und in Ermangelung empirischer Überprüfung der Qualität des Indikators ist keine umfassende Antwort auf die Frage „wer, wann, wo“ möglich. Festgehalten werden sollte jedoch der Umstand, dass an dieser Stelle eine immobilienferne Forschungsinstitution einen Indikatoren entworfen und koordiniert hat, der keine zufrieden stellenden Ergebnisse liefern konnte.⁷¹⁶

4.2.5 JLL Investor Sentiment Survey Asia

Seit Dezember 2002 erhebt Leslie Chua, Head of Real Estate Research Asia des international tätigen Immobilienberatungsunternehmens JLL, für mehrere asiatische Märkte die JLL Investor Sentiment Survey Asia.⁷¹⁷ Die dazugehörige Umfrage wird von

⁷¹⁴ Vgl. Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2000b), S. 12.

⁷¹⁵ Vgl. Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2001), S. 18.

⁷¹⁶ Vgl. Punkt 4.3.2.

⁷¹⁷ Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf elektronischem Schriftverkehr mit Leslie Chua, dem Koordinator der JLL Investor Sentiment Survey Asia, auf durch ihn zur Verfügung gestellte Datenbanken sowie auf öffentlich zugänglichen Informationsmaterialien. Vgl. Interview Chua (2005), Anhang; Chua/Feng (2005); Chua/Feng (2003).

Singapur aus in jährlichem Rhythmus an Immobilieninvestoren und Immobilienprojektentwickler verschickt.⁷¹⁸ Das Fragenprogramm der Investor Sentiment Survey richtet sich hauptsächlich an internationale Projektentwickler, institutionelle Investoren und private Investoren, jedoch umfasst die Menge der Befragten im Einzelnen auch Immobilienforscher und einen Fremdkapitalgeber. Auffällig ist, dass die institutionellen Immobilieninvestoren zu einem großen Anteil der Gruppe der Opportunity Funds⁷¹⁹ angehören, was auf die tendenziell immer noch schwierige Immobilienmarktlage in Asien und die damit verbundene Attraktivität für Investoren mit einem risikoaffinen Anlagestil zurückgeführt werden kann.⁷²⁰ Die erste Frage des Fragenprogramms ergründet, ob die Befragten entweder bereits Aktivitäten in den Märkten Seoul, Tokio, Peking, Shanghai, Hongkong, Taipei, New Delhi, Mumbai, Bangalore, Manila, Bangkok, Kuala Lumpur, Singapur und Jakarta aufgenommen haben oder planen, zukünftig Aktivitäten aufzunehmen. Die zur Anwendung kommende nominale Antwortskala beinhaltet die Kategorien ja und nein.

Die zweite Frage erhebt für sechs verschiedene Immobilientypen – Büro, Einzelhandel, Wohnen, Industrie, Logistik und Gewerbe – sowie für alle typologischen Märkte innerhalb jeder der 14 Städte die Beurteilung der gegenwärtigen Position im Immobilienzyklus. Dabei wird weder genauer auf die dabei zu verwendende(n) Variable(n) eingegangen, noch wird spezifiziert, ob es sich um eine Betrachtung der Flächenmärkte, der Investmentmärkte oder beider Märkte handelt. Die Positionen, aus denen auszuwählen ist, werden durch die Antwortkategorien „früher Abschwung“, „später Abschwung“, „unterer Wendepunkt“, „früher Aufschwung“, „später Aufschwung“ und oberer Wendepunkt“ beschrieben. Aus der dritten Frage wird schließlich der Real Estate Sentiment Index bestimmt. Dies geschieht, indem zunächst für die typologischen Teilmärkte erstklassiger in der Innenstadt gelegener Büros, erstklassiger Einzelhandelsflächen, Luxuswohnungen, Industrie, Logistik und Gewerbeflächen in jeder betrachteten Stadt die Beurteilung der Entwicklungstendenz erfasst wird. Dabei wird zwischen den Kategorien „verbessern“, „gleich bleiben“ und „verschlechtern“ unterschieden sowie zwischen den Zeithorizonten zwölf Monate und drei Jahre.

⁷¹⁸ Insofern erweist sich der Begriff der „Investor Survey“ vor dem Hintergrund der begrifflichen Differenzierung zwischen den Institutionen Investor und Projektentwickler im Rahmen des Haus des Immobilienökonomie als irreführend.

⁷¹⁹ Für eine ausführliche Beschreibung der Charakteristika und Vorgehensweisen von Opportunity Funds vgl. Holzmann/Rottke (2005).

⁷²⁰ Vgl. LaSalle Investment Management (2005), S. 14-17.

Der vierte Fragenblock betrifft die Investitionspläne der Investoren. Dabei wird zunächst erhoben, ob sie allgemein planen, innerhalb der kommenden zwölf Monate und innerhalb der kommenden drei Jahre den Bestand an direkten und indirekten Immobilienanlagen zu erhöhen, auf dem gleichen Niveau zu erhalten oder zu verringern.⁷²¹ Anschließend wird erhoben, wie die Präferenzen einerseits auf die direkten Investmentmärkte für Büro-, Wohn-, Einzelhandels- sowie Industrieimmobilien und andererseits auf die indirekten Investmentmärkte für REITs, Immobilienaktien und nicht börsennotierte Immobilienbeteiligungen verteilt sind. Die fünfte Frage richtet ihr Augenmerk auf die Kauf- und Verkaufspläne der einzelnen Marktteilnehmer innerhalb der kommenden zwölf Monate spezifisch für sieben typologische Immobilienmärkte⁷²² in jeder einzelnen der 14 Städte. Frage sechs deckt dieselben Teilmärkte ab, jedoch erfordert sie im Gegensatz zu der vorangegangenen Frage eine Beurteilung des Schwierigkeitsgrades bei der Identifikation von Anlagechancen mittels einer fünfgeteilten Antwortskala mit den Ausprägungen „sehr leicht“, „leicht“, „neutral“, „schwierig“ und „sehr schwierig“. Sie ermöglicht die Berechnung des so genannten „Opportunity Index“ für jeden der betrachteten Märkte. Als besonders interessant erweist sich die aus der letzten regulären Frage abgeleitete Beurteilung der Rangfolge der makroökonomischen Einflussfaktoren auf die Entwicklung der Immobilienmärkte,⁷²³ die sich aus der Häufigkeit der Entscheidung der Befragten für oder gegen einen maßgeblichen Einfluss im Rahmen einer zweigeteilten Antwortskalierung (ja/nein) ergibt. Das Fragenprogramm schließt mit Sonderfragen zu aktuellen Themenfeldern im Rahmen der so genannten „Hot Topics“.

Das Ziel der JLL Investor Sentiment Survey beschreiben Chua und Feng folgendermaßen: „The survey gauges the outlook of real estate developers and investors across Asia. It aims to provide insight into the thinking of these groups, which has the effect of influencing their investment strategy. The Jones Lang LaSalle Investor Sentiment Survey Asia therefore serves as a leading indicator of real estate investment, basing on the views of investors towards the changes in market conditions.“⁷²⁴ Die vorliegende Definition unterstellt demnach explizit eine Verhaltensrelevanz der Ansichten der In-

⁷²¹ Eine vierte Antwortkategorie ermöglicht, ein fehlendes Interesse an Immobilienengagements zum Ausdruck zu bringen.

⁷²² Dabei handelt es sich um die Märkte für hochwertige Büroflächen in Innenstadtlagen, Luxuswohnungen, erstklassige Einzelhandelsflächen, Einzelhandelsflächen in Randlagen, Industrieimmobilien, Logistikimmobilien und Gewerbeflächen.

⁷²³ Die Variablen umfassen unter anderem Zinssätze, Aktienmärkte, Wechselkursschwankungen, Wirtschaftswachstum (gemessen am BIP), Inflation, Bauvolumina, Besteuerung, politische Faktoren, Entwicklungen der Mietpreise, Entwicklungen der Immobilienpreise und Verfügbarkeit von Fremdkapital.

⁷²⁴ Chua/Feng (2005), S. 9.

vestoren und dokumentiert darüber hinaus die Vorstellung, diese Erwartungen als vorlaufenden Indikator auf Immobilienmärkten einsetzen zu können. Gleichzeitig betont Chua jedoch, dass die Antworten der Investoren grundsätzlich Ausdruck der Meinungen der Teilnehmer seien und nicht der tatsächlichen Marktentwicklungen. Sie drückten zwar globale Veränderungen im Denken der Marktteilnehmer aus, ließen jedoch keine präzise Punktschätzung der Entwicklung in verschiedenen typologischen Märkten in unterschiedlichen Städten zu. Vor diesem Hintergrund definiert JLL den Real Estate Sentiment Index als Ausdruck der Erwartungen der Investoren in Bezug auf die Entwicklung der erzielbaren Gesamtrendite eines Immobilienportfolios.⁷²⁵ Der Fokus liegt dabei nicht auf typologischen Märkten in einzelnen Städten, sondern einerseits auf einem Portfolio von typologisch gleichen Immobilien in allen 14 Städten und andererseits auf einem Portfolio von typologisch unterschiedlichen Immobilien in einer der 14 Städte. In beiden Fällen wird sowohl ein Real Estate Sentiment Index für einen Zeitraum von zwölf Monaten und ein Real Estate Sentiment Index für eine Zeitspanne von drei Jahren erstellt. Institutionell wird dabei nicht differenziert, so dass die Ergebnisse lediglich Gesamterwartungen über alle Gruppen von Befragten hinweg ausdrücken.

Bei der Aggregation der einzelnen Antworten zum Real Estate Sentiment Index ordnet Chua den positiven Antworten den Wert 1, den neutralen Antworten den Wert 2 und den negativen Antworten den Wert 3 zu. Der Real Estate Sentiment Index für ein Portfolio aus typologisch gleichen Immobilien in allen betrachteten regionalen Teilmärkten errechnet sich anschließend in zwei Schritten. Zuerst wird aufsummiert, wie häufig für denselben Immobilientyp jede der drei Antwortkategorien in allen betrachteten Märkten angegeben wurde, um anschließend die relative prozentuale Häufigkeit der jeweiligen Antwortkategorie zu berechnen. In einem zweiten Schritt wird der Wert jeder Antwortkategorie mit ihrer prozentualen Häufigkeit multipliziert, so dass sich aus der Summe der drei gewichteten Werte der Real Estate Sentiment Index für einen Immobilientyp errechnen lässt. Ein Beispiel für alle betrachteten Büromärkte aus der JLL Investor Sentiment Survey 2004 verdeutlicht die Methodik:

- | | | | | |
|---------------------------------------|-------------|-----|-----|-----------------------|
| • „improve“ | (Wert = 1): | 56% | * 1 | = 0,56 |
| • „remain unchanged“ | (Wert = 2): | 38% | * 2 | = 0,72 |
| • „deteriorate“ | (Wert = 3): | 6% | * 3 | = 0,18 |
| • Real Estate Sentiment Index, Office | | | | = 1,50 ⁷²⁶ |

⁷²⁵ Vgl. Chua/Feng (2005), S. 9f. Eine derartige Definition deckt sich mit den theoretischen Überlegungen zu der Aussagekraft von Geschäftsklimaindikatoren. Vgl. Punkt 2.2.3.

⁷²⁶ Abweichungen ergeben sich durch Rundung.

Analog wird für jeden der regionalen Immobilienmärkte in zwei Schritten der jeweilige Real Estate Sentiment Index gebildet. In einem ersten Schritt wird die prozentuale Häufigkeit ermittelt, mit der für einen Immobilientyp innerhalb einer Stadt eine der drei Antwortkategorien angegeben wurde. Danach wird der Wert der Antwortkategorie mit ihrer Häufigkeit multipliziert, um anschließend über eine Addition der drei gewichteten Werte zu einem Real Estate Sentiment Index für eine Stadt zu gelangen. Auch hier verdeutlicht ein Beispiel für den Immobilienmarkt in Neu-Delhi die genaue Vorgehensweise:

- | | | | | |
|--|-------------|-----|-----|--------|
| • „improve“ | (Wert = 1): | 83% | * 1 | = 0,83 |
| • „remain unchanged“ | (Wert = 2): | 17% | * 2 | = 0,34 |
| • „deteriorate“ | (Wert = 3): | 0% | * 3 | = 0 |
| • Real Estate Sentiment Index, New Delhi | | | | = 1,17 |

Zusätzlich berechnet Chua in beiden Fällen ebenfalls die Salden in Übereinstimmung mit der Saldenmethode des ifo Instituts als Ergebnis der Subtraktion des Prozentsatzes der negativen Antworten von dem Prozentsatz der positiven Antworten. Diese Ergebnisse werden jedoch nicht veröffentlicht. Die Saldenmethode kommt ebenfalls bei der Bestimmung der Rangfolge der makroökonomischen Einflussfaktoren auf die Entwicklung der Immobilienmärkte zum Einsatz. Für jeden der 14 Faktoren wird zu diesem Zweck ein Saldo gebildet aus dem Prozentsatz aller Teilnehmer, die den Faktor für wichtig halten und den Teilnehmern, die den Faktor nicht für wichtig halten. Dabei wird die Saldenmethode unabhängig davon angewendet, ob einzelne Teilnehmer von einer Beurteilung einzelner Faktoren abgesehen haben und sich somit beide Salden nicht zu 100% aufsummieren lassen. Die Rangfolge der Einflussfaktoren ergibt sich aus der nach der Größe geordneten Reihe aller ermittelten Salden.

Angesichts von lediglich drei vorliegenden Datenpunkten sind nur drei der Kriterien des NBER einer Beurteilung zugänglich:

- Ökonomische Bedeutung: Wie vorangehend dargestellt, bringen die Aussagen von Chua die Vorstellung zum Ausdruck, dass Ansichten der Investoren Einfluss auf ihr Investitionsverhalten nehmen und dass die durch die Umfrage gemessenen Tatbestände den tatsächlichen Investitionen vorlaufen. Als zentrale Variable wurde die erwartete Gesamtrendite ausgewählt, so dass der Real Estate Sentiment Index prinzipiell auf eine Verhaltensrelevanz der erwarteten Gesamtrendite für das Investitionsverhalten der Teilnehmer abstellt. Es stellt sich hier jedoch die Frage, inwiefern Gesamtrenditen, die plausiblerweise für die Engagements von

Investoren eine maßgebliche Rolle spielen, auch das Handeln der 25% der befragten Akteure bestimmen, die der Gruppe der Projektentwickler angehören.⁷²⁷ Somit besitzt der Einwand, dass nicht direkt nach einer Geschäftslage des betreffenden Unternehmens gefragt wird, eine gewisse, wenn auch bedingte Gültigkeit. Darüber hinaus können fünf andere Einwände nicht vollständig entkräftet werden. Erstens stellt sich die Frage, ob die Befragten qualifiziert genug sind, eine Vielzahl typologischer Teilmärkte in diversen Städten, Ländern und Wirtschaftsräumen zu beurteilen. Zwar könnte die Annahme getroffen werden, dass die Befragten bei ihren Antworten auf interne Ressourcen zurückgreifen, die eine qualifizierte Beurteilung erlauben, jedoch liegen hierüber keine Erkenntnisse vor. Zweitens ist unklar, ob die befragten Personenkreise auch über die Möglichkeit verfügen, ihre Erwartungen in Entscheidungen umzusetzen, so dass von einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen ausgegangen werden kann.⁷²⁸ Drittens muss notwendigerweise davon ausgegangen werden können, dass die Befragten in jedem einzelnen der lokalen Teilmärkte über die entsprechenden Kontakte verfügen, um ggf. attraktive Investitionsmöglichkeiten identifizieren zu können, deren Entwicklungspotenzial mit den erwarteten Änderungen der Rendite übereinstimmt. Jedes Abweichen von dieser Prämisse würde die Vorlaufeigenschaften der JLL Investor Sentiment Survey direkt schwächen. Viertens hängt der Vorlauf inhaltlich von der Gesamtkapitalisierung der befragten Investoren ab, da nur die Bewegungen sehr ausgeprägter Anlagevolumina in der Lage wären, in allen betrachteten typologischen und regionalen Investmentmärkten zu messbaren Veränderungen einzelner Variablen zu führen. Im Hinblick auf eine Teilnehmerzahl von nur 30 Befragten bestehen Zweifel an der Erfüllung dieser Voraussetzung. Schließlich setzt fünftens die umfangreiche Abdeckung des Real Estate Sentiment Index Investoren mit einem sehr breiten Anlagestil voraus, die weder eine Spezialisierung auf einzelne typologische und regionale Teilmärkte verfolgen, noch zwischen Schwellenländern und industrialisierten Ländern unterscheiden. Ein derartiger flexibler Anlagestil entspricht jedoch für gewöhnlich nicht der Realität und kann normalerweise nur bei einer geringen Zahl von Akteuren mit einer

⁷²⁷ Vgl. Chua/Feng (2005), S. 10. Der Anteil der Projektentwickler lag im Vorjahr sogar bei 37%. Vgl. Chua/Feng (2003), S. 9. Außerdem wirft der Einbezug der Projektentwickler zusätzlich die Frage auf, ob sich die Handlungen der Projektentwickler in ähnlicher Form und mit einer vergleichbaren zeitlichen Verzögerung auf den Markt auswirken wie die Handlungen der Investoren. Nur in diesem Fall wäre nämlich eine implizite Homogenisierung der Antworten beider Gruppen gerechtfertigt.

⁷²⁸ Die JLL Investor Sentiment Survey befragt hauptsächlich die Leiter des Ankaufs. In Abhängigkeit von der Organisation des jeweiligen Unternehmens ist es möglich, dass diese Funktion ausführenden Charakter besitzt oder – bspw. in vielen Unternehmen angloamerikanischer Herkunft – gleichzeitig im so genannten Investment Committee, einem speziellen Entscheidungsgremium, vertreten ist.

ausgeprägten Risikoaffinität unterstellt werden. Zwar finden sich Vertreter derartiger Investorenkreise unter den Befragten, jedoch würden diese wiederum nur im Ausnahmefall in diejenigen erstklassigen Büro- und Einzelhandelsimmobilien an guten Standorten investieren, die im Fokus der Umfrage stehen.⁷²⁹ Die ökonomische Bedeutung des Real Estate Sentiment Index kann aus den genannten Gründen nicht zweifelsfrei festgestellt werden.

- Statistische Eignung: Betrachtet man den vorangehend abgeleiteten Wert des Index für den asiatischen Büromarkt und den Immobilienmarkt in Neu-Delhi, so stellt sich die Frage, was genau dargestellt wird und woran sich eine prognostische Güte messen lassen könnte. Probleme entstehen im ersten Fall sowohl seitens der gewählten Methodik als auch seitens der inhaltlichen Aussagekraft. Betrachtet man einen veröffentlichten Real Estate Sentiment Index von 1,50 für erstklassige asiatische Büroimmobilien, ist zunächst unklar, ob zwischen den Betreffenden absolute Uneinigkeit bestand, in welche Richtung sich der Markt entwickelt oder absolute Übereinstimmung, dass der Markt in naher Zukunft eine Seitwärtsbewegung erwarten lasse. Auch ist denkbar, dass der Wert Ausdruck einer gegenläufigen Entwicklung der Büromärkte in verschiedenen Städten ist. Ebenso ist nicht ersichtlich, auf welche der betrachteten – inhaltlich vollkommen unterschiedlichen – typologischen Teilmärkte Neu-Delhis sich die durch einen Wert von 1,17 ausgedrückte, erwartete deutliche Verbesserung bezieht.⁷³⁰ Zwar würde die Veröffentlichung der berechneten Salden die erwarteten Tendenzen klarer ausweisen, jedoch kann auch die Saldenmethode die Interpretierbarkeit der Ergebnisse nicht erhöhen, da potenziell positive Antworten aus einem Teilmarkt negativen Antworten aus einem anderen Teilmarkt gegenüberstehen. Wie Chua selbst schreibt, werden die Ergebnisse, die in den Index eingehen, weder gewichtet, um Firmengrößen einzubeziehen, noch um die den einzelnen Befragten zur Verfügung stehenden Kapitalvolumina zu berücksichtigen.⁷³¹ Angesichts der Tatsache, dass 17% der Beteiligten über einen Immobilienbestand im asiatischen Raum von über \$3 Mrd. und 30% über ein asiatisches Anlagevolumen von weniger als \$500 Mio. verfügen,⁷³² erweist sich die implizite Annahme einer vergleichbaren Auswirkung auf die Marktentwicklung jedoch nicht als gerechtfertigt. Ebenso wenig wurden Gewichtungen vorgenommen, um die relative Größe und Bedeutung einzelner regionaler und typologischer Immobilienmärkte zu berück-

⁷²⁹ Vgl. Rottke/Holzmann (2004), S. 21; Rottke/Holzmann (2003), S. 29f.

⁷³⁰ Im Fall der asiatischen Büroimmobilienmärkte wäre ein Wert von 1,17 einer Interpretation in noch geringerem Maße zugänglich gewesen.

⁷³¹ Vgl. Chua/Feng (2005), S. 9.

⁷³² Vgl. Chua/Feng (2005), S. 10.

sichtigen. Darüber hinaus führt der Umstand, dass die Marktteilnehmer nicht für alle Immobilienmärkte antworten, zu einer Verringerung der Repräsentativität des Index.⁷³³ Neben diesen methodischen Problemfeldern im Verlauf der Indexerstellung erweist sich auch eine spätere Überprüfung der Vorlaufeigenschaften des Real Estate Sentiment Index als schwierig, da eine Zielvariable synthetisch erstellt werden müsste, um typologische Teilmärkte länderübergreifend oder regionale Immobilienmärkte über verschiedene Immobilientypen hinweg abbilden zu können. Insgesamt kann das Kriterium der statistischen Eignung demnach nicht als vollständig erfüllt angesehen werden.

- Aktualität: Eine für konjunkturelle Betrachtungen notwendige Aktualität liegt angesichts eines jährlichen Erhebungsrhythmus nicht vor.

Die Frage nach dem „was“ wird im Rahmen des Real Estate Sentiment Index erstens in typologischer Hinsicht, vor allem aber auch unter regionalen Gesichtspunkten sehr breit beantwortet. Besondere Aufmerksamkeit verdient dabei der Umstand, dass nicht nur unterschiedliche Städte innerhalb desselben Landes zusammengefasst werden, sondern Städte aus verschiedenen Ländern mit in rechtlicher, politischer, wirtschaftlicher, demographischer und geographischer Beziehung in unterschiedlichem Maße entwickelten und ausgeprägten Rahmenbedingungen. Im Gegenzug verzichtet Chua auf eine institutionelle Differenzierung. Insgesamt fällt das Frageprogramm aufgrund seines wiederholten Bezuges auf 14 Städte und fünf Immobilientypen sehr umfangreich aus. Zu den angewendeten Fragetypen zählen Beurteilungen, Erwartungen und Pläne, jedoch fließen lediglich die Erwartungen in die Berechnung des Real Estate Sentiment Index ein. Von besonderem Stellenwert ist dabei, dass für Immobilieninvestoren zwölf Monate als kurzfristig und eine Periode von drei Jahren als mittelfristig interpretiert werden.

Aufgrund der bereits angeführten methodischen und inhaltlichen Problemfelder der Indexerstellung fällt die Beantwortung der Frage nach dem „wie“ nicht befriedigend aus. Ähnliches gilt für die Frage nach dem „warum“, wobei sich jedoch viele der angeführten Probleme vor allem aus der geographischen und typologischen Spreizung ergeben und bei der Implementierung eines nationalen immobilienbezogenen Geschäftsklimaindikatoren nur in vermindertem Umfang auftreten. Die Frage nach dem „wer, wo, wann“ entzieht sich wegen der bisher nicht erfolgten empirischen Überprü-

⁷³³ Dieses Problem geht möglicherweise auf die – zumindest bei den für den Real Estate Sentiment Index relevanten Fragestellungen – fehlende Möglichkeit einer Antwortkategorie „dort nicht aktiv“ oder „nicht bekannt“ zurück.

fung des intertemporalen Zusammenhangs zwischen Indikator und einer Zielvariablen einer genauen Beantwortung.

4.2.6 DTZ Immobilienbarometer

Das DTZ Immobilienbarometer beinhaltet eine immobilienbezogene Umfrage, die seit dem Frühjahr 1993 von dem internationalen Immobilienberatungsunternehmen DTZ Zadelhoff auf dem deutschen Immobilienmarkt durchgeführt wird.⁷³⁴ Unter der Leitung von Herrn Goetzelmann richtet sie sich an die Vertreter von in Deutschland tätigen Banken, Investoren und Projektentwicklern aus dem In- und Ausland. Das dazugehörige Fragenprogramm erweist sich als breit gefächert und beinhaltet jeweils bezogen auf die Vermietung von Büroflächen, die Vermietung von Ladenflächen, die Vermietung von Hallenflächen und den Investmentmarkt die folgenden Fragestellungen:

Wie schätzen Sie die aktuelle Stimmung auf dem gewerblichen Immobilienmarkt in Deutschland ein?

Sehr positiv (1) (2) (3) (4) (5) sehr negativ

Wie beurteilen Sie die Situation heute im Vergleich zur Situation vor sechs Monaten?

Sehr positiv (1) (2) (3) (4) (5) sehr negativ

Bezogen auf die Mieten für Top-Objekte in den Top-Lagen der Städte Hamburg, Düsseldorf, Frankfurt, Stuttgart, München, Berlin, Leipzig, Dresden, Hannover, Köln, Nürnberg und Essen und jeweils unterteilt nach Büros (zentrale Innenstadtlage, 500-3000 m²), Läden (zentrale Innenstadtlage, 100 bis 150 m²), Hallen (Produktion/Lager, 500-5000 m²) werden die folgenden Fragen gestellt:

Wie hoch ist derzeit die Top-Miete für Top-Objekte in den jeweiligen Top-Lagen (€ je m² und Monat)?

Wie werden sich die Mieten für Top-Objekte in den jeweiligen Top-Lagen in den kommenden 6 bis 12 Monaten entwickeln?

+ = steigen; 0 = stagnieren; – = fallen

⁷³⁴ Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf einem Interview mit Uta Hummel, der ehemaligen Koordinatorin des DTZ Immobilienbarometers, sowie auf elektronischem Schriftverkehr mit Oliver Goetzelmann, dem derzeitigen Koordinator der Umfrage, und Ursula Neisser, der Leiterin Research Deutschland. Hinzu kamen sowohl gesondert zur Verfügung gestellte als auch öffentlich zugängliche Informationsmaterialien. Vgl. Interview Hummel (2002), Anhang; DTZ Consulting GmbH (2004); DTZ Consulting GmbH (2002); o. V. (2001); DTZ Consulting GmbH (2001); DTZ Consulting GmbH (2000).

Dazu kommen Fragestellungen bezüglich der Nettoanfangsrendite für moderne Objekte in den Top-Lagen der genannten Städte und unterteilt nach Bürohäusern in zentralen Innenstadtlagen/in dezentralen Lagen, innerstädtischen Geschäftshäusern, Gewerbeparks und Lagerhallen:

Wie hoch ist derzeit die Nettoanfangsrendite für moderne Objekte in den jeweiligen Top-Lagen?

$$\text{Nettoanfangsrendite} = (\text{Miete} - \text{nicht umlagefähige Kosten}) / (\text{Kaufpreis} + \text{Erwerbsnebenkosten})$$

Welche Entwicklung der Nettoanfangsrenditen erwarten Sie in den kommenden 6 bis 12 Monaten in den folgenden Städten?

- + = Renditen steigen (Objekte werden „preiswerter“)
- 0 = Renditen werden stagnieren
- = Renditen werden fallen (Objekte werden „teurer“)

Weitere regelmäßig gestellte Fragen erfassen die Beurteilung der „Gefahr eines Überangebots“, das Interesse an einzelnen Teilregionen Deutschlands⁷³⁵ sowie das gegenwärtige und zukünftige Engagement im Ausland. Hinzu kommt eine Sonderfrage, die besonders aktuelle Themenfelder abdeckt.⁷³⁶ Die Umfrage beinhaltet somit ein sehr breites Fragenprogramm, das Beurteilungen, Erwartungen und Pläne in verschiedener Form erfasst. Ihre Durchführung erfolgt in einem halbjährlichen Rhythmus.

Das DTZ Immobilienbarometer wird mit dem Ziel erhoben, „das Stimmungsbild am Markt zu erfassen, das subjektive Marktempfinden der Teilnehmer abzubilden und eine maklerunabhängige Einschätzung des gewerblichen Immobilienmarktes in Deutschland zu generieren“.⁷³⁷ Dies geschieht vor dem Hintergrund, dass die gegenwärtige Stimmung einen Einfluss auf die zukünftigen Handlungen der Marktteilnehmer besitzt und die gegenwärtige Stimmung daher einen Frühindikator für die zukünftige Entwicklung darstellt. Die hierbei als maßgeblich identifizierten Banken, Investoren und Projektentwickler wurden über die der DTZ zur Verfügung stehenden Datenbanken, über Messekataloge und über Empfehlungen ermittelt. Ihnen allen ist gemein, dass sie deutschlandweit tätig sind und daher potenziell alle in den Fragestellungen enthaltenen Teilmärkte beurteilen können. Weitere Auswahlkriterien wie die Unternehmensgröße kamen nicht zur Anwendung. Innerhalb der jeweiligen Unternehmen richtet sich das

⁷³⁵ Hierbei handelt es sich nicht um die 12 Städte, sondern um die 8 Regionen Norddeutschland, Rhein-Ruhr-Schiene, Rhein-Main-Gebiet, Rhein-Neckar-Raum, Region Stuttgart, Münchner Raum, Berlin, Neue Bundesländer.

⁷³⁶ In der Vergangenheit bezogen sich derartige Fragen bspw. auf die „Nutzung des Internets in der Immobilienwirtschaft“ oder die „Bedeutung von Indizes und Prognosemodellen“. Vgl. DTZ Consulting GmbH (2001), S. 38; DTZ Consulting GmbH (2000), S. 36.

⁷³⁷ Interview Hummel (2002), Anhang.

Fragenprogramm an Vorstandsvorsitzende, Geschäftsführer, Führungskräfte aus den Bereichen Research, Projektmanagement und Portfoliomanagement bzw. Sachverständige für Immobilienbewertung. Der Rücklauf seitens verschiedener Gruppen erweist sich als uneinheitlich und fällt bei den Investoren im Durchschnitt doppelt so hoch aus wie bei Banken und Projektentwicklern. Insgesamt bleibt die Zahl der Teilnehmer niedrig und betrug bspw. für das erste Immobilienbarometer 2004 54 Befragte⁷³⁸ und für das erste Immobilienbarometer 2005 65 Teilnehmer.⁷³⁹

Wie bereits aus den abgebildeten Fragestellungen hervorgeht, wurde das DTZ Immobilienbarometer als breites Abbild der Lage auf verschiedenen Immobilienmärkten aus der Sicht dreier Gruppen von Akteuren konzipiert. Dabei deckt das Barometer über eine feingliedrige regionale Unterteilung den institutionellen Flächen- und Investmentmarkt in 12 Städten bzw. – zumindest bei einer Frage – acht Regionen ab. Hinzu kommen typologische Unterscheidungen verschiedener gewerblicher Immobilientypen, die vielfach nach Alter und Größe, teilweise auch nach Lage in der Innenstadt und in Außenbezirken näher bestimmt und/oder weiter untergliedert sind. Diese Angaben sorgen zusammen mit weiteren, näheren Bestimmungen zu einzelnen Begriffen – bspw. der Nettoanfangsrendite – für eine begriffliche und definitorische Klarheit, die in gleichem Maße den Beantwortungsaufwand für den Anwender sowie die Aussagekraft der Ergebnisse erhöht. Dennoch erschwert die Vielfalt der Fragen, die durch den abwechselnden Einsatz von unterschiedlichen ordinalen und kardinalen Antwortskalierten noch erhöht wurde, eine Zusammenfassung der Ergebnisse zu einer statistischen Maßzahl mit Aussagekraft. Insofern hat die DTZ von einer Aggregation abgesehen und erstellt einzelne Zeitreihen für jede Frage. Dabei bestehen die Zeitreihen für die aktuelle Stimmung aus gesonderten Prozentsatzangaben für alle fünf Antwortkategorien. Die Reihen für die durchschnittlichen Mieten und Renditen werden als Eurowerte und Prozentsätze ausgewiesen. Schließlich werden für Miet- und Renditeerwartungen zwei Quantifizierungsverfahren durchgeführt. Einerseits wird ein arithmetisches Mittel mit einer Spanne zwischen 1 und 3 ermittelt, in das steigende Erwartungen mit 1, stagnierende Erwartungen mit 2 und fallende Erwartungen mit 3 eingehen. Andererseits wird ein Saldo gebildet zwischen dem Prozentsatz der steigenden Erwartungen und dem Saldo der fallenden Erwartungen. DTZ veröffentlicht fast alle Ergebnisse regelmäßig in der hauseigenen Zeitschrift „Zadelmarkt“. Lediglich die nach institutionellen Gruppen aufgeschlüsselten Antworten werden nur den Teilneh-

⁷³⁸ Vgl. Bomke (2004), S. 1.

⁷³⁹ Vgl. o. V. (2005), S. 5.

mern selbst zugänglich gemacht. Keine der Zeitreihen wurde bisher einer weiterführenden statistischen Untersuchung zugeführt.

Aufgrund der fehlenden statistischen Überprüfung der Vorlaufeigenschaften kann in diesem Fall nur die Übereinstimmung mit drei Kriterien des NBER Berücksichtigung finden:

- Ökonomische Bedeutung: Ausgangsbasis für die Erstellung des DTZ Immobilienbarometers bildet die Annahme einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen. Zu diesem Zweck werden drei Gruppen von Marktteilnehmern befragt, die an verschiedenen Punkten und auf unterschiedliche Weise Einfluss auf das Marktgeschehen nehmen. In konzeptioneller Hinsicht kann das Konstrukt jedoch nicht eindeutig als eine Expertenbefragung oder als eine klassische Konjunkturmfrage charakterisiert werden. Zwar erhebt es Stimmungen, jedoch beziehen sich die entsprechenden Fragestellungen auf die allgemeine Stimmung am Markt und nicht auf die Stimmung in dem Unternehmen, dem der Befragte angehört. Darüber hinaus wird eine Veränderung der Stimmung nur vergangenheitsbezogen erfasst, nicht jedoch in Form einer Erwartung.⁷⁴⁰ Zukunftsbezogene Fragen umfassen stattdessen die Veränderungstendenzen sowohl der Marktmiete als auch der Nettoanfangsrendite, der beiden wichtigsten Parameter der in Punkt 3.1.1 dargestellten Modelle eines Immobilienmarktes. Die Annahme einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen wäre in diesem Zusammenhang gerechtfertigt, sofern erstens das Verhalten des jeweiligen Unternehmens in hohem Maße von der erwarteten Entwicklung dieser beiden Parameter beeinflusst wird und zweitens die Teilnehmer weisungsbefugt sind oder zumindest die in ihrem Unternehmen vorherrschende Meinung zum Ausdruck bringen. Besteht zu diesen Annahmen kein Anlass, so erweist sich das DTZ Immobilienbarometer als Expertenumfrage, die idealerweise die Erwartungen qualifizierter Personenkreise in Bezug auf die Entwicklung konkreter Immobilienindikatoren auf unterschiedlichen Teilmärkten zum Ausdruck bringt. Für eine derartige Auslegung spricht zusätzlich, dass die Befragten zu konkreten quantitativen Angaben über Indikatoren in einer Vielzahl von typologischen und regionalen Teilmärkten aufgefordert werden. Die ökonomische Bedeutung des DTZ Immobilienbarometers hängt somit davon ab, inwieweit die Befragten den an sie im Rahmen einer Expertenbefragung gestellten Ansprüchen gewachsen sind. Vor dem Hintergrund der angegebenen Position der

⁷⁴⁰ Andererseits wäre es möglich, dass der Begriff „Stimmung“ in den Augen der Marktteilnehmer auch Erwartungselemente beinhaltet. Diese Frage kann jedoch nicht ohne eine diesbezügliche Befragung der Marktteilnehmer beantwortet werden.

Befragten kann jedoch tendenziell davon ausgegangen werden, dass die Voraussetzungen erfüllt sind oder zumindest über den Rückgriff auf interne Ressourcen erfüllt werden können.

- Statistische Eignung: Die Möglichkeiten, über die statistische Eignung des Barometers zu urteilen, sind eingeschränkt, da auch hier eine Berechnung des statistischen Stichprobenfehlers nicht erfolgen kann. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, dass die Ergebnisse der Umfrage nicht zu einem Indikator zusammengefasst werden. Lediglich die Fragen nach den Erwartungen bezüglich der Mieten und Nettoanfangsrenditen werden quantifiziert. Dabei kommt die Saldenmethode des ifo Institut zur Anwendung, jedoch wird der betreffende Wert nur graphisch veröffentlicht. Die zweite Methode der Aggregation mit Hilfe der Bildung des arithmetischen Mittels wird quantitativ ausgewiesen, jedoch ist auch sie nur in eingeschränktem Maße einer inhaltlichen Analyse zugänglich, da die Marktteilnehmer mit Erwartungen einer gleich bleibenden Entwicklung ebenfalls numerisch berücksichtigt werden. Ein Wert von 2 kann daher eine einstimmige Extrapolation der gegenwärtigen Werte oder eine maximale Uneinigkeit zwischen den Marktteilnehmern zum Ausdruck bringen.⁷⁴¹ Unabhängig davon wirken sich die Konstanz des Fragenprogramms, die relative Länge der Zeitreihe und die in typologischer und regionaler Hinsicht feine Disaggregation der Daten positiv auf die Qualität des DTZ Immobilienbarometers aus. Auf der anderen Seite erfordert gerade der Umfang seines Frageprogramms für eine statistische Absicherung seiner Ergebnisse eine größere Anzahl an Teilnehmern, die nicht vorliegt. Aussagen über die letztendliche Adäquatheit des Umfangs der Stichprobe können jedoch hier nicht getroffen werden.⁷⁴² Dazu kommt, dass die Gruppe der Befragten nicht immer konstant bleibt, was eine Vergleichbarkeit der Datenpunkte erschwert. Die statistische Eignung ist daher nicht abschließend qualifizierbar.
- Aktualität: Aufgrund einer halbjährlichen Erhebungsweise besteht die Möglichkeit, dass das Barometer kurzfristige Änderungen verspätet anzeigt. Die Aktualität der erhobenen Information fällt daher beschränkt aus.

Zusammenfassend steht fest, dass das DTZ Immobilienbarometer die Frage nach dem „was“ sehr breit interpretiert. Es beinhaltet drei unterschiedliche Gruppen von Marktteilnehmern sowie zwölf verschiedene Städte, 8 Regionen und drei unterschiedliche

⁷⁴¹ Selbstverständlich weist auch die Saldenmethode diesbezüglich Schwachpunkte auf, da ohne gesonderten Ausweis nicht ersichtlich wird, aus welchen Werten sich der Saldo zusammensetzt. Zumindest aber fällt ihre Interpretation leichter.

⁷⁴² Vgl. die diesbezüglichen Ausführungen in Punkt 5.2.7 und 5.3.1.1.

gewerbliche Immobilientypen, die nach Bedarf weiter nach Lage und Typ aufgeschlüsselt werden. Erhobene Informationstypen umfassen Beurteilungen, Erwartungen und Pläne.

Die Frage nach dem „wie“ wird nur teilweise beantwortet, da DTZ darauf verzichtet, einen Indikator zu konstruieren und dessen Aussagekraft zu analysieren. Aus diesem Grund entziehen sich die Fragen nach dem „warum“ und nach dem „wer, wann, wo“ einer eindeutigen Beantwortung.

4.3 Monoinstitutionelle Umfragen

4.3.1 Korpacz Real Estate Investor Survey

Die US-amerikanische Korpacz Real Estate Investor Survey wird seit dem ersten Quartal 1988 durch Peter Korpacz, Director der Global Strategic Real Estate Research Group von PricewaterhouseCoopers, geleitet.⁷⁴³ Sie umfasst die Befragung von institutionellen Immobilieninvestoren und erhebt die wichtigsten der von ihnen angesetzten Parameter in Investitionsrechnungen für Objekte unterschiedlicher Typologien in verschiedenen regionalen Märkten.⁷⁴⁴ Dieser Ansatz erwies sich vor allem in den achtziger Jahren während des konjunkturellen Abschwungs auf Immobilienmärkten in den Vereinigten Staaten als innovativ. Zu einer Zeit, in der den Immobilienbewertern nur wenige Vergleichstransaktionen für die Wertfindung zur Verfügung standen, erhob Korpacz synthetische Transaktionsdaten durch die direkte Befragung von Investoren. Das Interesse an seiner Umfrage ließ jedoch auch nach der Erholung der Immobilienmärkte nicht nach, da die Informationen der Real Estate Investor Survey grundsätzlich eine höhere Aktualität besitzen und zukunftsbezogener ausfallen als in der Vergangenheit liegende Vergleichstransaktionen.

Bei den durch Korpacz befragten Immobilieninvestoren und mit Immobilieninvestitionen betrauten Institutionen handelt es sich unter anderem um Pensionsfonds, Lebensversicherungsunternehmen, REITs, Investmentbanken, private Immobilieninvestoren, Hotelbetreiber, Immobilienberater, Pension Fund Advisors, Real Estate Advisors und

⁷⁴³ Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf einem Interview mit Peter Korpacz, dem Koordinator der Korpacz Real Estate Investor Survey, sowie auf durch ihn zur Verfügung gestellte Informationsmaterialien. Vgl. Interview Korpacz (2005), Anhang; Korpacz (2005); Korpacz (2001).

⁷⁴⁴ Vgl. Grissom/DeLisle (1999), S. 103.

Investment Advisors.⁷⁴⁵ Das an sie gerichtete Fragenprogramm umfasst vierteljährlich die erwarteten Konditionen für die vier Sektoren Büro, Industrie, Einzelhandel und Wohnanlagen sowie für Sale-and-Leaseback-Geschäfte. Dazu kommen in halbjährlichem Rhythmus die Kategorien Hotel, unbebautes Land und waste management.⁷⁴⁶ Zusätzlich wird dabei je nach Typologie weiter unterschieden zwischen verschiedenen Untertypologien.⁷⁴⁷ Regional betrachtet erhebt Korpacz für alle betrachteten typologischen Aspekte außer für Büroimmobilien eine einzelne nationale Zeitreihe. Für Büroimmobilien werden zwei nationale Zeitreihen ausgewiesen – für zentrale und dezentrale Bürostandorte – sowie 14 einzelne Zeitreihen für wichtige Städte und Regionen.⁷⁴⁸ Veröffentlicht werden die Werte auf regionaler Ebene sowohl als Aggregat der Angaben aller betrachteten Gruppen sowie unterteilt nach einzelnen Gruppen.

Die auf diese Weise generierte Information beschreibt Korpacz folgendermaßen: „the information represents investors’ investment expectations and does not reflect actual property performances“⁷⁴⁹. Das durch die Umfrage generierte Datenvolumen wurde im Lauf der Zeit kontinuierlich erweitert und erweist sich inzwischen als sehr umfangreich. Schon die Darstellung des gesamten Fragenprogramms für einen einzigen Immobilien-typ in einem einzigen regionalen Submarkt würde daher den Rahmen der vorliegenden Arbeit übersteigen.⁷⁵⁰

Betrachtet man bspw. den Fragebogen für den Büromarkt im zum Bundesstaat Washington, DC gehörigen Teilmarkt „Suburban Maryland“, so fällt auf, dass die Fragestellungen eher stichwortartig oder zumindest sehr kurz gefasst werden. Sie sind in drei Bereiche unterteilt, die „yield capitalization assumptions“, die „direct capitalization assumptions“ und die „other information“. Der Unterschied zwischen den ersten beiden Kategorien ist vor allem methodischer Natur, da die „yield capitalization“ die Parameter einer expliziten Investitionsrechnung mittels der Discounted Cash-Flow-Methode be-

⁷⁴⁵ Am institutionellen Immobilienmarkt hat sich in den Vereinigten Staaten seit den frühen siebziger Jahren eine Vielzahl von so genannten „Advisory Firms“ gebildet. Sie unterscheiden sich einerseits in Bezug auf regionale und typologische Anlageschwerpunkte, andererseits durch die Investitionsvehikel die sie einsetzen und die spezifische Klientel, die sie bedienen. Gemein ist ihnen allen, dass sie unter anderem Immobilieninvestitionsprozesse für Dritte strukturieren und in der Regel auch ausführen. Vgl. Herzberg (1995), S. 855-861.

⁷⁴⁶ Unter waste management wird in diesem Zusammenhang der Handel mit und die Entwicklung von kontaminierten Grundstücken und ehemaligen Müllhalden subsumiert.

⁷⁴⁷ Bspw. wird bei Einzelhandelsimmobilien weiter nach regional malls, power centers und strip shopping centers differenziert. Für eine nähere begriffliche und inhaltliche Bestimmung dieser Arten von Immobilien vgl. Kateley (1995).

⁷⁴⁸ Vgl. Korpacz (2005) S. 1; Korpacz (2001), S. 1.

⁷⁴⁹ Vgl. Korpacz (2005), S. 77.

⁷⁵⁰ Der vierteljährliche Report umfasst inzwischen 78 Seiten. Vgl. Korpacz (2005).

schreibt.⁷⁵¹ Demgegenüber bringt die „direct capitalization“ die für eine überschlägige Ableitung des Marktwertes einer Immobilie aus der Kapitalisierung ihres Jahresreinertrages notwendigen Angaben zum Ausdruck.⁷⁵² Schließlich beinhalten die „other information“ weiterführende Angaben über die allgemeine Marktlage in dem betrachteten Teilsegment, die PricewaterhouseCoopers überwiegend für interne Zwecke nutzt und nicht veröffentlicht.⁷⁵³ Nachfolgend werden exemplarisch zwei Fragestellungen aus jedem der drei Bereiche aufgeführt:

Yield capitalization assumptions

	Prior quarter	Second quarter 2005
Forecast periods (years)		
Growth rates		
• Market rent (initial years)		
• Average market rent growth rate over 10-year forecast period		
• Expenses (initial years)		
• Average expense growth rate over 10-year forecast period		

Direct capitalization assumptions

	Prior quarter	Second quarter 2005
Overall cap rate (OAR)		
• Current % range		
• Typical % within range		

Other information

	Prior quarter	Second quarter 2005
Market period (in months)		
This market favors		Buyers/sellers/neither

Es wird deutlich, dass die meisten Fragestellungen keine spezifische Antwortskalierung vorgeben. Stattdessen erfordern sie das Eintragen quantitativer Werte für bestimmte Parameter in eine mehr als drei Seiten umfassende Tabelle mit zwei Spalten.⁷⁵⁴ Sofern Antwortskalierungen vorgegeben werden, sind sie nominal und betreffen weitestgehend die zur Anwendung kommenden Methodiken und unterliegen-

⁷⁵¹ Beispiele wären hier der Zeithorizont der Investitionsrechnung, die Höhe und Wachstumsraten der Einnahmen und Ausgaben, angenommene Mietvertragslängen, erwartete Mietausfälle aufgrund von Vermietungsdauern und Bonitätsrisiken, vertragliche Zugeständnisse bei Neuvermietungen, erwartete Nettoanfangsrenditen bei Verkauf des Objektes und angesetzte Diskontierungszinssätze.

⁷⁵² Dabei werden vor allem die Höhe des Kapitalisierungszinssatzes, die Definition des kapitalisierten Ertrages und angesetzte Mietausfälle aufgrund von Vermietungsdauern und Bonitätsrisiken erfragt.

⁷⁵³ Die Angaben betreffen bspw. die Vermarktungsdauer eines Objektes, die Qualifikation des Marktes als Käufer- oder Verkäufermarkt, erwartete Wertänderungen über die kommenden 12 Monate hinweg, die natürliche Leerstandsrate, die Quadratmeterzahl pro Bürobeschäftigtem, Gebühren für Verwaltung und Vermietung sowie Investitionsparameter für Immobilien, die nicht in Bezug auf Lage und Qualität als erstklassig bezeichnet werden können.

⁷⁵⁴ Die beiden Spalten erlauben eine Gegenüberstellung des Wertes aus dem vergangenen Quartal mit dem Wert aus dem gegenwärtigen Quartal.

den Definitionen, im Einzelfall aber auch die Charakterisierungen einzelner Märkte. Trotz des Umfangs ihres Fragenprogramms wird die Korpacz Real Estate Investor Survey vierteljährlich durchgeführt.

Das Ziel der Erhebung formuliert Korpacz folgendermaßen: „The goal of the survey is to make the industry aware of trends, specifically cash flow assumptions that investors are using in their pricing of transactions.“⁷⁵⁵ Erwartungen bezüglich der zukünftigen Entwicklung des Marktes werden demnach nicht direkt erhoben, sondern können nur indirekt aus der sich ändernden Ausprägung der Parameter der jeweiligen Investitionsrechnungen geschlossen werden. Dabei steht vorwiegend der institutionelle Immobilienmarkt im Vordergrund, so dass die Ergebnisse nicht ohne weiteres auf den nicht-institutionellen Immobilienmarkt übertragen werden können. Wie die vorangegangenen Ausführungen belegen, ermöglicht die Umfrage einerseits eine detaillierte Aufschlüsselung nach Regionen, Typologien und Institutionen, vor allem aber eine detaillierte Analyse des funktionalen Aspektes der Immobilieninvestition. Zu diesem Zweck greift sie auf die Einschätzungen und Erwartungen von 115 bis 120 institutionellen Immobilieninvestoren, die sich im Durchschnitt mit einer Rücklaufquote zwischen 75% und 90% an der Erhebung beteiligen, zurück.⁷⁵⁶ Um die Vergleichbarkeit der Antworten im Zeitablauf zu gewährleisten, werden Teilnehmer, die sich nur unregelmäßig beteiligen ggf. von der Teilnahme ausgeschlossen. Korpacz gibt somit der Qualität den Vorzug vor der Quantität. Dies zeigt sich zusätzlich daran, dass viel Zeit darauf verwendet wird, sicherzustellen, dass neue Teilnehmer über die entsprechende Erfahrung und den notwendigen Zugang zu Informationen verfügen. Voraussetzung für eine Teilnahme ist, dass sie entweder direkten Einblick in die Akquisitionspraxis ihres Arbeitgebers haben oder eine Position bekleiden, die es ihnen erlaubt, die gewünschten Informationen in dem notwendigen Umfang zeitnah zu beschaffen.

Die wichtigste Kennzahl, die Korpacz der Real Estate Investor Survey entnimmt, ist der Korpacz Yield Indicator (KYI), ein ungewogenes arithmetisches Mittel aus den durch die Umfrage erhobenen internen Kapitalverzinsungen für alle typologischen und regionalen Teilmärkte. Er spiegelt daher die durchschnittlichen Rentabilitätserwartungen bzw. –Anforderungen der institutionellen Investoren wider.⁷⁵⁷ Kritik an der einfachen Struktur dieses Konstruktes greift Korpacz mit den folgenden Worten vor: „Although we

⁷⁵⁵ Interview Korpacz (2005), Anhang.

⁷⁵⁶ Die Höhe der Rückläufe und die Vollständigkeit der Angaben gehen dabei vor allem auf gut organisierte telefonische Nachfragen zurück.

⁷⁵⁷ Vgl. Grissom/DeLisle (1999), S. 103.

do not represent that the survey is statistically accurate, its results provide important insight into the thinking of a significant portion of the equity real estate marketplace“.⁷⁵⁸ Ein Instrument zu schaffen, das statistischen Ansprüchen genügt, überstiege die gegebenen personellen Ressourcen und stelle nicht Ziel der Erhebung dar. Zudem sei fraglich, ob es angesichts einer selbst in den Vereinigten Staaten unzureichenden Datenbasis auf Immobilienmärkten überhaupt möglich wäre, ein korrektes Abbild ihrer komplexen Struktur zu zeichnen. Mit dieser Qualifizierung einher geht die Tatsache, dass Korpacz nicht den Anspruch erhebt, einen vorlaufenden Indikator zu konstruieren, der die konjunkturelle Bewegung präzise wiedergibt. Zwar sei es möglich, in der längeren Frist eine konsistente Bewegung der Zeitreihe zu erkennen, jedoch könne nicht zwangsläufig von einer quartalsbezogenen Änderung auf eine konjunkturelle Entwicklung geschlossen werden. Darüber hinaus erwiesen sich die einzelnen erhobenen Parameter im Regelfall im Zeitablauf als relativ träge, so dass eine Änderung eher im Jahresvergleich als im Quartalsvergleich erkennbar sei. Schnelle Veränderungen stellten die Ausnahme dar und seien charakteristisch für konjunkturelle Wendepunkte oder gingen auf Sondereinflüsse zurück.⁷⁵⁹

Da keine statistische Untersuchung der prognostischen Aussagekraft der Elemente der Korpacz Real Estate Investor Survey durchgeführt wurde, kann an dieser Stelle nur in verkürzter Form auf die Kriterien des NBER Bezug genommen werden:

- Ökonomische Bedeutung: Die Frage, ob die Korpacz Real Estate Investor Survey implizit die Annahme einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen zulässt, ist einer eindeutigen Beantwortung nur schwer zugänglich. Inhaltlich wird überwiegend ergründet, zu welchen Konditionen die Teilnehmer ein Engagement in den jeweiligen Märkten in Erwägung ziehen würden. Damit einher geht jedoch keine Aussage, ob sie dies tatsächlich beabsichtigen und ob die entsprechenden Angebote am Markt verfügbar sind. Dies gilt vor allem für institutionelle Investoren, die über einen umfangreichen Bestand an Immobilien verfügen, der vielfach im Rahmen eines top down-Ansatzes gesteuert wird.⁷⁶⁰ Entscheidend für den Neuerwerb ist dabei nicht das Risikoprofil der einzelnen Immobilie, sondern der Beitrag der Immobilie zum Risikoprofil des gesamten Immobilienbestandes.⁷⁶¹ Wie in

⁷⁵⁸ Korpacz (2005), S. 77.

⁷⁵⁹ Als ungewöhnlich bezeichnete Korpacz in diesem Zusammenhang bspw. die rasche Verringerung des Kapitalisierungszinssatzes – eine so genannte yield compression – während der vergangenen beiden Jahre, die auf die starke Erhöhung der Anlagevolumina auf Immobilienmärkten zurückging.

⁷⁶⁰ Vgl. Bone-Winkel et al. (2005), S. 784f.

⁷⁶¹ Aus diesem Grund kann die individuelle Vorteilhaftigkeit einer Investitionsmöglichkeit nicht direkt mit der Attraktivität der Immobilie als Teil des Immobilienbestandes gleichgesetzt werden.

Punkt 2.2.1 angeführt, sind für die Qualifizierung einer Umfrage als klassische Konjunkturumfrage oder konjunkturbezogene Expertenbefragung erstens die Natur der Befragten und zweitens die Art der Fragestellung maßgeblich. Bei den Teilnehmern an der Korpacz Real Estate Investor Survey handelt es sich in erster Linie um mit der Identifikation und Analyse von Akquisitionsobjekten betraute Individuen mit speziellen Marktkenntnissen: „The key is to get knowledgeable acquisition people to fill out the form. And by knowledgeable I mean knowledgeable about the specific market“.⁷⁶² Die Gruppe der Befragten umfasst dabei neben verschiedenen Arten von institutionellen und privaten Investoren auch eine Reihe von Immobilienberatern und Investmentbankern, deren Erwartungen keine direkte Verhaltensrelevanz besitzen.⁷⁶³ Die Fragestellungen fallen – abgesehen von Erwägungen bezüglich der angewendeten Methodiken – unternehmensunabhängig aus. Beide Merkmale weisen somit prinzipiell auf eine Expertenbefragung hin. Aufgrund des aufwendigen Selektionsprozesses der Teilnehmer kann bei der Korpacz Real Estate Investor Survey als Expertenbefragung daher von einer ökonomischen Bedeutung ausgegangen werden. In Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus Punkt 3.1.1 ist ein Rückschluss von einer Veränderung der Angaben der Teilnehmer auf eine Veränderung der konjunkturellen Lage am Immobilienmarkt jedoch allenfalls indirekt möglich, da bspw. eine Veränderung des Kapitalisierungszinssatzes nicht nur durch die Entwicklung auf dem Immobilienmarkt selbst determiniert wird. Sie hängt vielmehr auch von dem Einwirken exogener Faktoren wie des Basiszinssatzes, des Steuersatzes und der Rentabilität konkurrierender Anlageklassen ab. Zusätzlich ist jedoch eine Interpretation der Survey als klassische Konjunkturumfrage nicht auszuschließen, da bspw. ein Zusammenhang zwischen Fragen nach der erwarteten Wertänderung in einem speziellen Teilmarkt im Verlauf der nächsten 12 Monate und den Handlungen des Investors grundsätzlich plausibel scheint. Ob hier von einer Verhaltensrelevanz ausgegangen werden kann, wird im Einzelfall durch die Organisationsform des Investors bedingt und insbesondere dadurch, ob die befragten Akquisitionsverantwortlichen in den strategischen Entscheidungsprozess einbezogen werden oder lediglich als operative Einheiten die getroffenen Entscheidungen ausführen.

⁷⁶² Interview Korpacz (2005), Anhang.

⁷⁶³ Dies gilt selbst für diejenigen Beratungsunternehmen, die eigenverantwortlich Gelder für Dritte anlegen, da ihre Handlungen oft dem Urteil spezieller Gremien der Kapitalgeber unterliegen. Auch bei Investmentbanken, die oft im Rahmen des so genannten Principal Investment eigene Gelder investieren, kann keine direkte Verhaltensrelevanz der erhobenen Erwartungen unterstellt werden, da die beratenden und die investierenden Abteilungen zu Zwecken der Vermeidung von Interessenkonflikten meistens organisatorisch getrennt werden. Vgl. Achleitner (2000), S. 734-736.

Zudem müsste sich die Annahme als korrekt erweisen, dass die durch die Umfrage erfassten Parameter maßgeblichen Einfluss auf die betrieblichen Entscheidungen nehmen. Eine allgemeingültige Aussage lässt sich hierüber nicht treffen.

- Statistische Eignung: Ob angesichts der einfachen Konstruktionsweise des Korpacz Yield Indicator und der nicht zwangsläufig repräsentativen Auswahl der Umfrageteilnehmer von einer statistischen Eignung ausgegangen werden kann, ist fraglich. In jedem Fall stellte aber eine statistische Einwandfreiheit auch nicht das Ziel der Erhebung dar.
- Aktualität: Aufgrund der vierteljährlichen Veröffentlichung wird das Kriterium der Aktualität bei den meisten Umfrageergebnissen erfüllt.⁷⁶⁴

In institutioneller Hinsicht beantwortet Korpacz die Frage nach dem „was“ sehr eng gefasst, da er seine Befragung auf die Gruppe der institutionellen Investoren fokussiert. Hingegen positioniert er seine Umfrage nicht nur in typologischer und regionaler Hinsicht äußerst umfassend, sondern erweitert sie noch um die Dimension eines funktionalen Aspektes der Immobilienökonomie, der Immobilieninvestition. In diesem Zusammenhang erfordert die Umfrage die Prognose von Parametern prinzipiell über die gesamte Halteperiode der Investition, in manchen Fällen über einen Zeitraum von zehn Jahren hinweg. Die Teilnahme an der Umfrage geht für die Befragten daher mit einem sehr ausgeprägten Beantwortungsaufwand einher, dem vor dem Hintergrund der Zielsetzung der Umfrage unter fachlichen Gesichtspunkten nur regionale und/oder typologische Experten in vollem Umfang gewachsen sein werden.

Die Frage nach dem „wie“ kann im Rahmen der vorliegenden Fallstudie nur bedingt Beantwortung finden, da die Korpacz Real Estate Investor Survey ursprünglich nicht als vorlaufender Indikator konzipiert wurde. Ihr Ziel war vielmehr die Generierung von am Markt nicht vorhandenen Informationen. Zwar qualifiziert sie dieses Ziel für eine Einbeziehung als Fallstudie, jedoch begrenzt sich ihr Aussagegehalt vor allem auf die Frage nach dem „was“. Darüber hinaus sind aufgrund dieser unterschiedlichen konzeptionellen Zielsetzung keine Antworten auf das „warum“ und aufgrund der fehlenden statistischen Analyse keine Antworten auf das „wer, wann, wo“ möglich.

⁷⁶⁴ Dies gilt nicht für die Ergebnisse, die – bspw. sei hier der Hotelmarkt angeführt – lediglich in halbjährlichem Rhythmus veröffentlicht werden.

4.3.2 FDIC Survey of Real Estate Trends

Die Federal Insurance Deposit Corporation (FDIC) wurde 1933 durch den US-amerikanischen nationalen Kongress gegründet, nachdem im Verlauf der Weltwirtschaftskrise tausende amerikanischer Banken Insolvenz angemeldet hatten. Seitdem war es ihre Aufgabe, für die Stabilität des Wirtschaftssystems zu sorgen, indem sie Bankinstitute überwachte und Versicherungen für Bankguthaben bis zu einer Höhe von \$100.000 zur Verfügung stellte.⁷⁶⁵ 1991 schuf sie den FDIC Index of Real Estate Trends als Reaktion auf die Insolvenzen von fast 3000 Bankinstituten im Verlauf der Immobilienkrise auf den nordamerikanischen Immobilienmärkten.⁷⁶⁶ Die Koordinatorin des Index, Cynthia Angell, berechnete den Index zum letzten Mal im Jahr 1999. Die dazugehörige Umfrage wurde im Jahr 2002 eingestellt.

Das Frageprogramm der Survey of Real Estate Trends richtete sich landesweit an Bankprüfer und Vermögensverwalter staatlicher Bankaufsichtsbehörden und befragte diese bis zum Ende 1999 nach ihrer Beurteilung der Entwicklungen am Immobilienmarkt während der vergangenen drei Monate.⁷⁶⁷ Nach dem Ende der Indexerstellung erfuhr die Umfrage eine inhaltliche Erweiterung, wurde jedoch nur noch in halbjährlichem Rhythmus fortgeführt, so dass sich für die Teilnehmer der zu beurteilende Zeitraum auf sechs Monate verlängerte.⁷⁶⁸ Folgende Fragestellungen gingen, jeweils unterteilt nach den Regionen „Northeast“, „South“, „Midwest“, „West“ und „All“ in den Index ein:⁷⁶⁹

What would you say is the general direction of the commercial market now compared with three months ago?

- A Lot Better
- A Little Better
- Same
- A Little Worse
- A Lot Worse
- Not Sure

What would you say is the general direction of the residential market now compared with three months ago?

⁷⁶⁵ Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (1998), S. 1-3.

⁷⁶⁶ Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (1998), S. 5f. Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf elektronischem Schriftverkehr mit Cynthia Angell, der Koordinatorin der FDIC Survey of Real Estate Trends, sowie auf durch sie zur Verfügung gestellten oder öffentlich zugänglichen Informationsmaterialien. Vgl. Interview Angell (2002), Anhang; Federal Deposit Insurance Corporation (2002); Federal Deposit Insurance Corporation (2001); Federal Deposit Insurance Corporation (2000); Federal Deposit Insurance Corporation (1999).

⁷⁶⁷ Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (1999), S. 1.

⁷⁶⁸ Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (2000), S. 9-12.

⁷⁶⁹ Die vier Regionen regroupierten verschiedene Bundesstaaten.

- A Lot Better
- A Little Better
- Same
- A Little Worse
- A Lot Worse
- Not Sure

Es folgte eine Frage über die gegenwärtige Marktlage in jeder einzelnen der Regionen.⁷⁷⁰

In general, how would you characterize the commercial real estate market?

- Tight Supply
- Supply and Demand Roughly in Balance
- Excess Supply
- Not Sure

Abschließend beinhaltete das Frageprogramm fünf Fragen über die wichtigsten Marktindikatoren in den einzelnen Regionen, die jeweils eine fünfgeteilte Antwortskalierung mit einer Sonderkategorie „Not Sure“ aufwiesen:

- How would you characterize vacancy rates in commercial real estate?
- How would you characterize the volume of sales of commercial real estate properties?
- How would you characterize commercial real estate sales prices?
- How common are rent concessions now compared with three months ago?
- How would you characterize the demand for new office space in your area now compared with three months ago?

Mit dem Ende der Indexerstellung wurde das Frageprogramm grundlegend verändert. Ab 2000 wurden die Teilnehmer zu der Marktlage in fünf typologischen Submärkten⁷⁷¹ in 74 US-amerikanischen Städten der Vereinigten Staaten befragt. Jede der fünf Typologien erforderte die Beantwortung von vier bis sieben einzelnen Fragen mit jeweils fünf Antwortkategorien und einer Sonderkategorie. Dazu kamen drei Fragen über allgemeine Marktungleichgewichte. Zusätzlich wurde für jede Antwortkategorie genau vorgegeben, was darunter zu verstehen sei.⁷⁷² Der Beantwortungsaufwand der Teilnehmer wurde somit im Vergleich zu vorher signifikant erhöht.

⁷⁷⁰ Aus Gründen der Übersichtlichkeit wird in der Folge nur auf die Fragestellungen für den gewerblichen Immobilienmarkt eingegangen.

⁷⁷¹ Es handelte sich dabei um Einfamilienhäuser, Wohnanlagen, Bürogebäude, Einzelhandelsimmobilien und Industriegebäude.

⁷⁷² Die Kategorie „a lot better“ wurde bspw. definiert als „Market conditions have improved considerably. There are strong, visible signs of improvement in terms of vacancy rates, market prices, or the pace of sales. Moreover, there is general agreement among market observers on this improvement.“ Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (2002), S. 12.

Das Ziel der Survey of Real Estate Trends formulierte die FDIC folgendermaßen: „The purpose of the survey is to provide a timely indicator of changes in residential and commercial real estate market conditions.“⁷⁷³ Ursprünglich erfasste die Umfrage hauptsächlich regionale und typologische Aggregate mit heterogenen Teilmengen, da jede der vier Regionen zwischen neun und siebzehn Bundesstaaten zusammenfasste und jedes typologische Aggregat stellvertretend für mehrere unterschiedliche Immobilienarten erhoben wurde. Die Zahl der Teilnehmer, deren Angaben in den Index eingingen, verringerte sich von 500 im April 1991 auf 297 im vierten Quartal 1999.⁷⁷⁴ Davon stammten 50 aus dem Nordosten, 105 aus dem Süden, 89 aus dem Mittleren Westen und 53 aus dem Westen. Da diese Teilnehmer keine Angehörigen von direkt am Markt aktiven Unternehmen waren, handelte es sich um eine Expertenbefragung und nicht um eine Befragung, bei der eine Verhaltensrelevanz der Beurteilungen und Erwartungen im Vordergrund steht. Dies wirkte sich vereinfachend auf die Form der Quantifizierung der Antworten aus.

Die Basis für die Quantifizierung der Antworten bildet die prozentuale Verteilung der Antworten. Sie wird abgeleitet, indem die Zahl der Antworten in einer Antwortkategorie einer Frage – bezogen auf eine Region – durch die Gesamtzahl der Teilnehmer in dieser Region geteilt wird. Für die Berechnung eines Index wird eine Summe gebildet, in die die positiven Antworten zu 100%, die neutralen Antworten zu 50% und die negativen Antworten zu 0% eingehen. Veranschaulicht sei dieser Zusammenhang an dem folgenden Beispiel aus dem vierten Quartal 1999:

What would you say is the general direction of the commercial market now compared with three months ago (Northeast Region)?

A Lot Better	A Little Better	Same	A Little Worse	A Lot Worse	Not Sure	Index
7%	38%	52%	2%	n.a.	n.a.	71
7%	+38%	+26%	+0%	+0%	=	71

Ein auf diese Weise ermittelter Wert von über 50 wurde als Anzeichen für einen aufstrebenden Markt interpretiert, während ein Wert unter 50 einen Abschwung anzeig-

⁷⁷³ Federal Deposit Insurance Corporation (2001), S. 1.

⁷⁷⁴ Laut Aussagen der FDIC geht diese Entwicklung zum einen auf das Ende der Immobilienkrise in 1994 und zum anderen auf personelle Einsparungen der einzelnen Behörden zurück. Vor allem die Auflösung der Resolution Trust Corporation, der staatlichen Auffang- und Abwicklungsgesellschaft für insolvente Bankinstitute führte zu einer starken Verringerung der Kopfstärke. Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (1999), S. 6. Die Zahl der Teilnehmer fiel jedoch weiter auf 252 im Jahr der Einstellung der Umfrage. Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (2002), S. 1.

te.⁷⁷⁵ Ausgehend von einem regionalen Indexwert für einen typologischen Teilmarkt gelangte die FDIC über eine Gewichtung mit dem Wert der wohnungswirtschaftlichen und gewerblichen Baugenehmigungen zu einem Wert für den regionalen Immobilienmarkt insgesamt. Nationale Indizes wurden analog abgeleitet.⁷⁷⁶ Im Verlauf der Zeit kamen jedoch bei der FDIC Zweifel an der Aussagefähigkeit der Aggregate, die der Index widerspiegelte, und an der Qualität der erhobenen Information auf. Sie führten schließlich zu seiner Einstellung und später auch zu der Einstellung der Umfrage. Laut Aussagen von Angell wurde zu keinem Zeitpunkt eine statistische Überprüfung der Zeitreihen durchgeführt. Aus diesem Grund kann auch an dieser Stelle nur der verkürzte Kriterienkatalog des NBER zur Anwendung kommen:

- Ökonomische Bedeutung: Die FDIC Survey of Real Estate Trends unterstellt in ihrer Konzeption als Expertenbefragung, dass die Befragten in der Lage sind, ein qualifiziertes Urteil über die Entwicklung auf den verschiedenen Immobilienmärkten während der letzten drei Monate abzugeben. Ob in diesem Zusammenhang jedoch in institutioneller Hinsicht erstens der richtige Personenkreise und zweitens eine angemessene Anzahl an Teilnehmern befragt wurde, muss in Frage gestellt werden. Die Befragten entstammten regulatorischen Verwaltungseinheiten, innerhalb derer sie mit der Beaufsichtigung der Geschäftstätigkeiten von Bankinstituten betraut waren. Zwar hat die Entwicklung von Immobilienmärkten einen hohen Einfluss auf die Solvenz von Banken, jedoch ist fraglich, ob Bankprüfer über eine höhere Expertise in Bezug auf die kurzfristige Entwicklung der Immobilienmärkte verfügen als die für die jeweiligen Regionen zuständigen Angehörigen der kontrollierten Kreditinstitute. Nur in einem solchen Fall hätten die der Survey of Real Estate Trends entstammenden Informationen es der FDIC erlauben können, ihrer Rolle in höherem Maße gerecht zu werden. Auch ist fraglich, ob die ausgewählten Teilnehmer in der Lage waren, erstens die Entwicklungen verschiedener Segmente des Immobilienmarktes in verschiedenen Städten zu erkennen, zweitens in geeigneter Weise auf der Ebene von Bundesstaaten zu aggregieren und drittens für mehrere Bundesstaaten zusammenzufassen und im Rahmen von nur zwei Antworten treffend zu charakterisieren. Dies gilt in gleichem Maße für das Frageprogramm der erweiterten Umfrage nach 1999, in der nach 5 typologischen Teilmärkten in 74 Städten, insgesamt also 370 Einzelmärkten, gefragt wurde. Aufgrund der überwiegenden Dominanz der Kategorie „same“ und einer weitestgehend marginalen Anzahl an

⁷⁷⁵ Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (1999), S. 8f.

⁷⁷⁶ Die entsprechenden Daten wurden durch das U.S. Bureau of Census bereitgestellt.

Antworten in der Kategorie „not sure“⁷⁷⁷ stellt sich zusätzlich die Frage nach einer möglichen Verzerrung der Antworten, wie sie in Punkt 2.2.3. angesprochen wurde.⁷⁷⁸ Eine ökonomische Bedeutung der Erwartungen kann daher aus Gründen der Repräsentativität, der Qualifiziertheit und der Anzahl der Befragten nicht prinzipiell unterstellt werden.

- Statistische Eignung: Die Antworten auf einzelne Fragen wurden, ebenso wie im Rahmen anderer Quantifizierungsverfahren auch, in Prozentsätze umgewandelt. Es wurden jedoch keine Salden gebildet, sondern Gewichtungen vorgenommen, die vorsahen, dass „worse“-Antworten ebenso wie „not sure“-Antworten mit einem Gewicht von Null einhergingen. Im Gegensatz zu der Saldenmethode des ifo Instituts, die theoretisch verzerrte „same“-Antworten nicht berücksichtigt, gehen Rückläufe aus dieser Kategorie mit einem nicht zu vernachlässigenden Gewicht in den Index ein, so dass die Möglichkeit einer Verzerrung nach oben entstand. Eine verschlechterte Marktlage, die der Index offiziell bei einem Wert von unter 50 zum Ausdruck bringt, wird somit verspätet ausgewiesen. Selbst bei einer Objektivität der Antworten stellt sich jedoch die Frage, warum Angaben über unveränderte Marktumstände in einen Index eingehen, der konstruiert wurde, um Veränderungen anzuzeigen. Zu dieser Problematik tritt eine erschwerte Interpretierbarkeit der Resultate, da sich die Zusammensetzung der Teilnehmer im Zeitablauf unterscheidet und somit unterschiedliche Ergebnisse nicht zwangsläufig vergleichbar ausfallen.⁷⁷⁹ Dies gilt umso mehr, da mit einer Änderung des Teilnehmerkreises aufgrund der begrenzten Anzahl an Befragten das Risiko einhergeht, dass sich auch die aufgrund der Zuständigkeit der Befragten jeweils direkt in die Indexwerte eingehenden regionalen und typologischen Immobilienmärkte im Zeitablauf unterscheiden. Die statistische Eignung des eingesetzten Verfahrens ist daher als fraglich einzustufen.
- Aktualität: Aufgrund einer vierteljährlichen Erhebung und einer mit einer Zeitverzögerung von einem Monat erfolgenden Veröffentlichung der Resultate erfüllt die Umfrage das Kriterium der Aktualität.

Zusammenfassend steht fest, dass die Frage nach dem „was“ durch die FDIC vor dem Hintergrund ihrer Aufgabe, im gesamten Land die Stabilität des Bankensystems zu

⁷⁷⁷ Basis für diese Beurteilung bildete eine Auswertung der vierteljährlichen Ergebnisse von 1998 und 1999 sowie der halbjährlichen Ergebnisse von 2000-2002.

⁷⁷⁸ In diesem Fall geht es um die Tendenz, nicht unwissend erscheinen zu wollen und trotzdem zu antworten, auch wenn keine ausreichende Informationsbasis vorhanden ist.

⁷⁷⁹ Vgl. Federal Deposit Insurance Corporation (2000), S. 2.

gewährleisten, regional sehr breit ausgelegt worden ist. Im Gegensatz zu anderen Befragungen mit regionalen Schwerpunkten wurde hier versucht, die Entwicklungen in allen Bundesstaaten gleichzeitig abzubilden. Die gegenwartsbezogene Formulierung der Trendfragen scheint darauf hinzudeuten, dass es sich bei dem FDIC Index of Real Estate Trends konzeptionell eher um einen gleichlaufenden Indikator handelt. Hierfür erweist sich ein Betrachtungszeitraum von drei Monaten als zweckmäßig. Angesichts der Erfahrungen mit einer Immobilienkrise, die in nicht zu vernachlässigendem Umfang das Resultat fehlender Informationen am Markt war, liegt die Suche nach einem derartigen Instrument nahe.⁷⁸⁰ Gleichzeitig wurde der Index typologisch eher eng konzipiert, da nur die Aggregate Wohnungsmarkt und Gewerbemarkt auf einer Ebene abgebildet werden, die für die einzelnen Marktteilnehmer nicht besonders aussagekräftig ist.⁷⁸¹ In institutioneller Hinsicht wurde im Rahmen einer Expertenbefragung auf die personellen Ressourcen zurückgegriffen, über die das FDIC bereits verfügte. Es entstand daher ein Spannungsfeld von notwendigerweise breiter regionaler Darstellung und eingeschränkter direkter Immobilienerfahrung einer begrenzten Anzahl von Teilnehmern.

Die Frage nach dem „wie“ beantwortet die FDIC mit einem einfachen, einer Expertenbefragung angemessenen Quantifizierungsmodell. Wie bereits angeführt, sollten die Indexwerte mit Vorbehalt interpretiert werden, da sie aufgrund der speziellen Berechnungsweise tendenziell positiver ausfallen, als die Lage am Markt es rechtfertigt.

In Bezug auf die Frage nach dem „warum“ muss das bereits angeführte Spannungsfeld beachtet werden, da das landesweite Netz der FDIC und artverwandter Behörden es erlaubte, regionale Ansprechpartner für die Survey of Real Estate Trends zu identifizieren. Mit diesem mehr praktischen als inhaltlichem Selektionskriterium einher ging eine Ressourcenersparnis, aber auf der anderen Seite auch eine inhaltliche Entfernung vom Immobilienmarkt selbst.

Die vorliegende Fallstudie über den FDIC Index of Real Estate Trends bietet insbesondere die Möglichkeit, Charakteristika eines einzelnen Konstruktes zu untersuchen, das aufgrund seiner fehlenden Aussagekraft eingestellt wurde. Das „wer, wo, wann“ bezieht sich daher hier auf die negativen Lehren, die für einen deutschen Real Estate Confidence Indicator gezogen werden können. Zu diesen gehört die grundlegende Erkenntnis, dass die Aussagekraft eines umfragebasierten Indikators nur über den

⁷⁸⁰ Vgl. Mueller (2002), S. 119.

⁷⁸¹ Dies war aber andererseits auch nicht das primäre Ziel der FDIC.

Einbezug einer ausreichende Anzahl von adäquaten Merkmalsträgern und die Anwendung einer angemessenen Quantifizierungstechnik erreicht werden kann. Daneben hat auch in diesem Fall eine immobilienferne Institution den Versuch unternommen, immobilienökonomische Marktforschung zu betreiben. Auch hier kann nicht ausgeschlossen werden, dass das Scheitern des Konstruktes durch diesen Umstand gefördert wurde.

4.3.3 DB Real Estate Survey of Leasing Sentiment

Die australische DB Real Estate Survey of Leasing Sentiment wurde von März 2002 bis Dezember 2002 durch Peter Studley, Head of Research Australia der DB Real Estate, erhoben.⁷⁸² Sie zielte darauf ab, über die Befragung von Maklern in vierteljährlichem Rhythmus die Entwicklung der Flächenanfragen zu operationalisieren. Im Verlauf der Durchführung zeigte sich, dass die internet- und emailbasierte Befragung nicht die gewünschten Rückläufe erzielte und dass die für eine Erhöhung der Quote notwendige Telefonbefragung zu zeit- und ressourcenintensiv ausfiel. Diese und andere Erwägungen – bspw. die Volatilität der Antworten – führten schließlich zu der Einstellung des Projektes. Das dazugehörige Fragenprogramm wurde unterteilt nach Büro- und Industrieimmobilienmärkten erhoben und hatte die folgende Form:

1) How does the number of leasing inquiries this month compare with the situation (lower/same/higher):

- a) Three months ago?
- b) Twelve months ago?

2) How does the number of leases agreed this month compare with the situation (lower/same/higher):

- a) Three months ago?
- b) Twelve months ago?

3) This month, how quickly are potential lessees committing to new leases compared to (less quickly/same/more quickly):

- a) Three months ago?
- b) Twelve months ago?

4) Is the number of tenants seeking to expand their space requirements increasing or decreasing compared with (decreasing/same/increasing):

- a) Three months ago?
- b) Twelve months ago?

⁷⁸² Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf elektronischem Schriftverkehr mit Peter Studley, dem Koordinator der DB Real Estate Survey of Leasing Sentiment sowie auf durch ihn zur Verfügung gestellte Datenbanken und öffentlich zugängliche Informationsmaterialien. Vgl. Interview Studley (2005), Anhang; Studley/Ljubic/Renshaw (2002b); Studley/Ljubic/Renshaw (2002a).

5) How has the rate (or pace) of rental growth changed over the last three months (weaker/same/stronger)?

6) How do you expect leasing inquiry to change in the next twelve months (decline/same/improve)?

Hinzu kamen für jeden der beiden typologischen Teilmärkte die Fragen nach den wichtigsten drei Einflussfaktoren auf die Entwicklung der Nachfrage während der kommenden zwölf Monate.⁷⁸³ Darüber hinaus erhob die DB Real Estate noch 13 weitere Fragen, deren Ergebnisse jedoch nicht veröffentlicht wurden. Die verschiedenen Fragestellungen verdeutlichen, dass im Rahmen der Survey of Leasing Sentiment die Stimmung der Marktteilnehmer – sentiment – auf Flächenmärkten überwiegend als ein relatives Phänomen interpretiert wurde, das aus der wahrgenommenen Entwicklung von Kernvariablen innerhalb festgelegter Zeitspannen entstand. Zu den Kernvariablen zählten das Niveau der Neuanfragen, die Zahl der Vertragsabschlüsse, die Geschwindigkeit der Vertragsabschlüsse und die Tendenz bei den Expansionen bestehender Flächen. Als maßgebliche Zeitspannen für die Stimmung der Marktteilnehmer wurden die Entwicklung der letzten drei Monate sowie die Entwicklung der vergangenen zwölf Monate identifiziert. Daneben wurde sie ebenfalls in Abhängigkeit von der vergangenen, kurzfristigen Entwicklung der Mietwachstumsrate und von der erwarteten Veränderung der Neuanfragen über einen Zeitraum von zwölf Monaten hinweg interpretiert. Die erhobenen Informationstypen stellten somit hauptsächlich Beurteilungen dar, in geringem Maße jedoch auch Erwartungen. Zur Anwendung kamen durchweg trichotome und ordinale Antwortskalierungen. Das Fragenprogramm erwies sich daher für die insgesamt 200 befragten Makler als übersichtlich, da jeder von ihnen – in Abhängigkeit von der eigenen Spezialisierung – nur die Fragen für einen einzelnen Immobilientyp zu beantworten hatte.

Das Ziel der Befragung beschreiben Studley, Ljubic und Renshaw folgendermaßen: „The purpose of the survey is to identify trends in leasing inquiry, key factors affecting demand and expectations about future demand“⁷⁸⁴. Diese Faktoren wurden als besonders wichtig eingestuft, da die Vorteilhaftigkeit eines Engagements in Immobilien zu einem großen Teil von der Entwicklung am Flächenmarkt bestimmt wird. Dabei wurden insbesondere die Mietanfragen als ein vorlaufender Indikator angesehen, der zu Flächenumsatz und damit zu einer Verringerung des Leerstandes führt, die wiederum,

⁷⁸³ Die Liste der möglichen Einflussfaktoren war dabei jeweils identisch und umfasste unter anderem die Weltwirtschaft, die australische Wirtschaft, die allgemeine Stimmung, Beschäftigungstrends, Zinssätze und die Profitniveaus.

⁷⁸⁴ Studley/Ljubic/Renshaw (2002b), S. 10.

sofern sie andauert, Mietwachstum erzeugt.⁷⁸⁵ Dabei unterschied die Umfrage zwar in typologischer Hinsicht zwischen Büro- und Industrieimmobilien, jedoch erfolgte keine regionale Gliederung. Vielmehr entstammten die Befragten prinzipiell den wichtigsten Städten des gesamten australischen Kontinents, wobei ein Schwerpunkt auf den Städten der Regionen New South Wales, Victoria und Queensland lag. Diese Schwerpunkte gingen auf die folgenden Auswahlkriterien für Umfrageteilnehmer zurück:

- Die Unternehmen, denen die Befragten angehören, sind in vielen Märkten gleichzeitig aktiv,
- Die Teilnehmer haben sich auf einen der beiden erhobenen Sektoren spezialisiert,
- Die Stichprobengröße pro Stadt und Region spiegelt die Größe der jeweiligen Immobilienmärkte wider.⁷⁸⁶

Insgesamt wurden auf diese Weise 200 Teilnehmer identifiziert, die sich jeweils genau zur Hälfte aus Maklern am Büroimmobilienmarkt und zur Hälfte aus Maklern am Industrieimmobilienmarkt zusammensetzen. Zwar hätten auch andere Gruppen von Befragten dem Anforderungsprofil entsprechen können, jedoch vertraten die Koordinatoren der Umfrage die Ansicht, dass die Befragung von Maklern eine bestmögliche Beobachtung der Entwicklungen auf dem Flächenmarkt gestattet.⁷⁸⁷ Der Rücklauf variierte von Quartal zu Quartal und betrug bspw. im vierten Quartal 126 Fragebögen, von denen 61 dem Büromarkt und 65 dem Industriemarkt zuzurechnen waren.⁷⁸⁸

Studley verzichtete bei der Aggregation der Antworten auf die Ableitung eines Gesamtergebnisses über alle Fragestellungen hinweg. Vielmehr wurde Wert auf die Errechnung von Einzelindikatoren und deren Verhalten im Zeitablauf gelegt. Die Saldenmethode des ifo Instituts stellte für diese Zwecke die zentrale Quantifizierungsmethode dar. Wie das folgende Beispiel für Büromärkte aus der Umfrage für Dezember 2002 veranschaulicht, wurde jeweils der Prozentsatz der negativen Antworten unter Vernachlässigung der neutralen Antworten von dem Prozentsatz der positiven Antworten abgezogen:

⁷⁸⁵ Vgl. Studley/Ljubic/Renshaw (2002a), S. 9.

⁷⁸⁶ Vgl. Studley/Ljubic/Renshaw (2002b), S. 10.

⁷⁸⁷ Vgl. Studley/Ljubic/Renshaw (2002b), S. 10.

⁷⁸⁸ Ein derartig gleichmäßiger Rücklauf ergab sich auch in dem vorangegangenen Quartal, in dem 69 Teilnehmer für den Büroimmobilienmarkt antworteten und 66 Befragte Angaben für den Industriemarkt machten. Vgl. Studley/Ljubic/Renshaw (2002a), S. 10.

6) How do you expect leasing inquiry to change in the next twelve months?

- Decline: 0%
- Same: 21%
- Improve: 79%
- Net balance: $79\% - 0\% = 79$

Lediglich bei der Analyse der Einflussfaktoren auf die Nachfrage am Flächenmarkt wurde von einer Anwendung der Saldenmethode abgesehen. Der angegebene Wert für einen Faktor spiegelte den Prozentsatz der Teilnehmer wider, die den betreffenden Faktor als eine der drei wichtigsten Einflussgrößen ansahen. Neben diesen veröffentlichten Ergebnissen berechnete Studley zu internen Zwecken aus den vier ersten Fragen für beide typologische Teilmärkte und beide Zeiträume einen so genannten Consolidated Index of Tenant Demand. Dabei addierte er zunächst für einen Zeitraum – bspw. „three months ago“ – alle positiven Antworten, alle neutralen Antworten und alle negativen Antworten. In einem zweiten Schritt leitete er aus den aggregierten Angaben den Saldo nach der Saldenmethode des ifo Instituts ab und errechnete den kombinierten Index als Prozentsatz des Saldos im Verhältnis zu der Gesamtsumme aller drei Antwortkategorien:

Combined answers „three months ago“:

1)	Number - lower	53
	Number - same	103
	Number - higher	88
	Total responses	244
2)	Net balance	35
	Percent net balance	14%

Weder diese Ergebnisse noch andere Einzelindikatoren der Umfrage konnten angesichts der Kürze der Zeitreihe auf ihre Prognosefähigkeit hin untersucht werden. Studley hatte jedoch geplant, den Zeitreihen einerseits auf volkswirtschaftlicher Ebene das Wachstum des BIP und der industriellen Produktion und andererseits auf immobilienökonomischer Ebene die Nettoabsorption gegenüberzustellen.

In Anbetracht der Kürze der Zeitreihe und einer fehlenden statistischen Untersuchung der Vorlaufeigenschaften der Ergebnisse der DB Real Estate Survey of Leasing Sentiment können nur drei der sechs Kriterien des NBER an dieser Stelle untersucht werden:

- Ökonomische Bedeutung: Bei den für die Umfrage befragten Maklern handelt es sich um auf typologische Teilsegmente des Immobilienmarktes spezialisierte Marktteilnehmer, die aufgefordert werden, Charakteristika der lokalen Flächennachfrage zu beurteilen. Die Fragen beziehen sich dabei auf diejenigen Elemen-

te der Nachfrage, die der betreffende Marktteilnehmer – bspw. die Mietanfragen und die abgeschlossenen Verträge – als Teil seiner gewöhnlichen Geschäftstätigkeit beurteilen kann. Gleichzeitig wird jedoch nicht von einer Verhaltensrelevanz der Beurteilungen und Erwartungen ausgegangen, da Makler nur als Intermediäre am Marktgeschehen partizipieren. Studley bezeichnet die Befragung von Maklern jedoch als die beste verfügbare Alternative zur Erfassung der Stimmung auf dem Flächenmarkt und weist damit indirekt auf eine Expertenbefragung hin. Mit dieser Wahl sind Probleme verbunden, da die Aussagen der Marktteilnehmer nicht immer repräsentativ für den Gesamtmarkt und vor allem nicht für die einzelnen Städte, aus denen sich die Menge der Teilnehmer zusammensetzt, ausfallen müssen. Als erster Problempunkt erweist sich die notwendige Menge der zu befragenden Marktteilnehmer, die unter anderem von der Art der Umfrage abhängt.⁷⁸⁹ Vor dem Hintergrund der Vermischung von Eigenschaften einer klassischen Konjunkturumfrage – der Bezug auf Elemente der Geschäftstätigkeit des eigenen Unternehmens – und einer Expertenbefragung – die Befragung von Marktteilnehmern mit speziellen Marktkenntnissen – kann die Survey of Leasing Sentiment nicht eindeutig klassifiziert werden. Zweitens kann nicht ausgeschlossen werden, dass eine mehrheitlich ausgewiesene Verringerung der Neuanfragen und der abgeschlossenen Verträge lediglich das Resultat eines Verdrängungswettbewerbs darstellt. Sobald wenige Unternehmen den Markt dominieren und Marktanteile zu Lasten der übrigen Marktteilnehmer gewinnen, würde tendenziell eine Verschlechterung der Nachfrage ausgewiesen, obwohl sich die Aktivität am Flächenmarkt möglicherweise nicht verändert hat. Drittens muss in Betracht gezogen werden, dass auch Mietverträge ohne den Einbezug eines Intermediärs abgeschlossen werden, die von der Survey of Leasing Sentiment nicht abgebildet werden können. Viertens kann es sein, dass lediglich Flächenumsätze, nicht aber Flächenabsorptionen abgebildet werden, da Mietanfragen auch auf Umzugspläne zurückführbar sind, durch die auch größere Flächenbestände freigesetzt als neue Flächen bezogen werden können.⁷⁹⁰ Bei allen vier Einwänden muss beachtet werden, dass sie sich auf die ersten vier Fragen beziehen und nicht auf die letzten beiden Fragen anwendbar sind. Die Beurteilung der kurzfristigen Entwicklung des Mietwachstums in der Vergangenheit und der zukünftigen Entwicklung der Neuanfragen innerhalb der kommenden zwölf Monate weisen lediglich einen indirekten Bezug zu der Geschäftstätigkeit

⁷⁸⁹ Vgl. Punkt 5.2.7.

⁷⁹⁰ Vgl. Interview Kielholz, Anhang; Interview Scheunemann/Barthauer (2005), Anhang.

des Unternehmens, dem der Befragte angehört, auf. Sie entsprechen damit den in Punkt 2.2.1 abgeleiteten Kriterien für Expertenbefragungen. Darüber hinaus lässt sich angesichts der Unmöglichkeit, die Menge aller in einem Markt gegenwärtig und zukünftig aktiven Unternehmen zu ihrem Flächenbedarf zu befragen, die Wahl der Maklerhäuser als bestmögliche Alternative nachvollziehen. Die ökonomische Bedeutung der aus der Survey of Leasing Sentiment abgeleiteten Einzelindikatoren kann daher in jedem Fall für die letzten beiden Fragen festgestellt werden, jedoch ist sie auch im Fall der Fragen eins bis vier den Umständen entsprechend lediglich als akzeptabel zu beurteilen.

- Statistische Eignung: Angesichts der theoretischen und praktischen Validität der Saldenmethode des ifo Instituts wird dem Kriterium der statistischen Eignung in methodischer Hinsicht für jede einzelne Reihe in ausreichendem Umfang Rechnung getragen. Neben der gewählten Quantifizierungsmethodik erhöht die Proportionalität der Zahl der Befragten in einem Markt zu der wertmäßigen Bedeutung des Marktes die statistische Eignung. Als problematisch erweist sich dabei die Tatsache, dass diese im Vorfeld der Durchführung vorgenommene Gewichtung in Abhängigkeit von den jeweiligen Rücklaufquoten nicht der letztendlichen Gewichtung entsprechen muss. Die Befragung von ca. 120 Teilnehmern zu den Entwicklungen in lediglich zwei typologischen nationalen Flächenmärkten erweist sich dabei unter dem Gesichtspunkt der Größe der Stichprobe als ausreichend. Etwaige Nachteile entstehen aus der Kürze der Zeitreihe und aufgrund der bei dieser Art von Befragung nicht durchführbaren Schätzung eines Stichprobenfehlers und mangelnden Überprüfbarkeit der Konstanz des Teilnehmerkreises. Darüber hinaus entstehen Probleme bei der Interpretation des kombinierten Indexes, da sein ausgewiesener Wert die Aussagen der Antworten auf verschiedene Fragen mit unterschiedlichen inhaltlichen Bezügen zusammenfasst.⁷⁹¹ Angesichts der Tatsache, dass der Index nur intern verwendet wird und die einzelnen, einbezogenen Ergebnisse nicht öffentlich eingesehen werden können,⁷⁹² fällt dieser Kritikpunkt nur am Rande ins Gewicht. Insgesamt kann daher von einer statistischen Eignung der gewählten Verfahren ausgegangen werden.
- Aktualität: Die Umfrage für die Survey of Leasing Sentiment des vierten Quartals 2002 wurde in der ersten Woche im Dezember durchgeführt und am 20. Dezem-

⁷⁹¹ Als positiv ist hier jedoch zu beurteilen, dass nicht der Versuch unternommen worden ist, Antworten auf einzelne Fragen zu verschiedenen Immobilientypen direkt zusammenzufassen.

⁷⁹² Für die vorliegende Arbeit wurden jedoch freundlicherweise umfassende Datenbestände der Erhebungen zur Verfügung gestellt.

ber veröffentlicht.⁷⁹³ Die Kriterien einer zeitnahen Veröffentlichung und einer Erhebung in angemessener zeitlicher Frequenz werden durch die vierteljährliche Umfrage somit erfüllt.

Die Frage nach dem „was“ beantwortet Studley sowohl in typologischer als auch in regionaler und institutioneller Hinsicht mit einem klar definierten, eng abgesteckten Rahmen. Zwar ist wahrscheinlich, dass die Ergebnisse in den Augen der Marktteilnehmer bei einer detaillierten regionalen Aufgliederung an inhaltlicher Aussagekraft gewonnen hätten, jedoch wäre diese Erweiterung wahrscheinlich zu Lasten der statistischen Eignung gegangen.

Die Frage nach dem „wie“ wurde mit Rückgriff auf die international akzeptierte Saldenmethode des ifo Instituts beantwortet. Da die Umfrage klar auf den nationalen Flächenmarkt fokussiert und versucht, insbesondere auf die Nachfrageseite einzugehen, erübrigt sich die Frage nach der methodischen Integration der Beziehungen zwischen Gruppen und Teilmärkten. Studley sieht von der Erstellung eines Gesamtindikators ab, so dass auch seitens der Aggregation der Resultate über verschiedene Resultate keine Konflikte entstehen.⁷⁹⁴

Die Frage nach dem „warum“ wird in ausreichendem Maße beantwortet. Lediglich die in Teilbereichen erfolgte Synthese einer klassischen Konjunkturumfrage und einer Expertenbefragung stört hier die konzeptionelle Klarheit der Durchführung.

Schließlich stellt sich die Frage nach dem „wer, wo, wann“. Ohne eine ausführlichere Analyse der statistischen Eigenschaften der Einzelindikatoren kann jedoch hier keine befriedigende Antwort gefunden werden.

4.3.4 PMA Survey of Investor Preference

Die britische PMA Survey of Investor Preference wird seit 1989 durch das Immobilien-Marktforschungsinstitut Property Market Analysis LLP (PMA) erhoben.⁷⁹⁵ Sie richtet

⁷⁹³ Vgl. Studley/Ljubic/Renshaw (2002b), S. 10.

⁷⁹⁴ In gleichem Maße fällt die Möglichkeit, von der Methodik zu lernen, eingeschränkt aus.

⁷⁹⁵ Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf schriftlichen Interviews mit Chris Jessop, dem Koordinator der PMA Survey of Investor Preference sowie auf durch ihn zur Verfügung gestellten Informationsmaterialien. Vgl. Interview Jessop (2005), Anhang.

sich an Immobilieninvestoren und erhebt für die folgenden zwölf Monate deren Investitions- und Projektentwicklungsabsichten. Die in halbjährlichem Rhythmus durch Chris Jessop in Form emailbasierter Fragebögen durchgeführte Umfrage umfasst das folgende Fragenprogramm:

Over the next 12 months, how much do you intend to invest in UK Property compared to the last 12 months (more / same / less)?

Over the next 12 months, how much development activity do you intend to initiate compared to the last 12 months (more / same / less)?

Over the next 12 months do you intend to invest 'More', 'The Same' or 'Less' in the following sectors:

Retail Units, Shopping Centres, Retail Warehousing, Office (Central London, of which: City / West End / Midtown / Docklands), Office (M25 West), Office (Other Provincial), Industrial (Standard Sheds), Warehousing (Strategic Dist Centres), Business Parks, Leisure

Zusätzlich befragt PMA die Teilnehmer nach ihren gegenwärtigen Anforderungen bezüglich der statischen Anfangsrendite für erst- und zweitklassige Immobilien der angegebenen Typologien:

What is your view of the current level of asking yields and the level of yield which would be acceptable to you as a purchaser for prime rack-rented space on a 15 yr lease and reasonable quality secondary space on a 15 yr lease in the following sectors: Retail Units, Shopping Centres, Retail Warehousing, City Offices, West End Offices, Other Offices, Industrial (i.e. Standard Sheds), Warehousing (i.e. Strategic Dist Centres), Business Parks

Das Fragenprogramm schließt mit einer Frage nach der transaktionsbasierten, am Markt beobachtbaren, internen Kapitalverzinsung einer Investition in einen bestimmten Immobilientyp.⁷⁹⁶

Listed below are the IPD valuation-based equivalent yields on non over-rented properties in various sub-sectors. Could you please estimate the current 'true' yields based upon market prices currently applicable for each of these sub-sectors: Retail Units, Shopping Centres, Retail Warehousing, City Offices, West End Offices, M25W Offices, Big 6 Offices, SE Industrial, Other Industrial.

Es wird deutlich, dass die PMA Survey of Investor Preference zwei Arten von Informationen erhebt, Pläne und Beurteilungen. Die drei für die Pläne vorgegebenen Antwortkategorien verfügen über eine ordinale Skalierung, während die Beurteilungsfragen keine Antwortkategorien vorgeben, sondern metrische Schätzungen bestimmter Werte erfordern. Der abgedeckte Planungshorizont beträgt zwölf Monate, während sich die Beurteilungen auf die Gegenwart beziehen. Dabei geht Jessop, der Koordinator, davon

⁷⁹⁶ Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit (2005), S. 503.

aus, dass Teilnehmer, die sich in einzelnen Bereichen nicht sicher sind, die entsprechenden Felder freilassen. Insgesamt wird somit ein mit einer Länge von zwei Seiten überschaubarer Fragebogen versendet, der gerade bei einer halbjährlichen Erhebungsweise theoretisch eine rasche Beantwortung ermöglicht.

Das Ziel der Befragung beschreibt Jessop folgendermaßen: „The goal of the survey is to obtain current views/perceptions of the market at a national and sector level and of anticipated activity within those over the next twelve months“⁷⁹⁷. Aufgrund der Fokussierung auf den Teilnehmerkreis der Investoren fällt die Breite dieses Einblickes in das Marktgeschehen in institutioneller Hinsicht limitiert aus. Unter regionalen Gesichtspunkten wird eine detaillierte Unterscheidung hauptsächlich bei Büroimmobilienmärkten angestrebt, jedoch beschränkt sie sich auch hier überwiegend auf die Erfassung unterschiedlicher Teilmärkte in London. Wie den Fragestellungen zu entnehmen war, kommt die Flexibilität der Umfrage hauptsächlich im Rahmen der typologischen Unterscheidung zum Tragen, da nicht nur zwischen den gängigsten Immobilientypen unterschieden wird, sondern in Teilbereichen auch zwischen den wichtigsten Unterkategorien. Die Gruppe der Umfrageteilnehmer setzt sich im Durchschnitt aus 30 Mitarbeitern der befragten Unternehmen zusammen, die überwiegend den jeweiligen Researchabteilungen angehören. Dies entspricht einem Rücklauf von über 50%, den Jessop vor allem auf die Anreize zur Teilnahme zurückführt. Im Gegensatz zu den Resultaten anderer Umfragen werden die Ergebnisse der PMA Survey nur Befragten zugänglich gemacht, so dass eine Teilnahme an der Umfrage die einzige Möglichkeit darstellt, sich wertvolle Einblicke in das Marktgeschehen zu verschaffen. Als besonders interessant erweisen sich in diesem Zusammenhang vor allem die drei Kennzahlen „overall investor intention“, „investor intention by sector“ und „market yields by sector“, die seit dem zweiten Halbjahr 1989 aus den Umfrageergebnissen abgeleitet werden.

Bei der Aggregation der Ergebnisse kommen zwei Verfahren zur Anwendung. Für die Errechnung der „investor intentions“ weist Jessop den Antworten, die auf eine Zunahme der Investitionen hinweisen, einen Wert von eins zu, während die neutralen Antworten mit null gewichtet werden und die Antworten, die eine Abnahme andeuten, den Wert minus eins erhalten. Anschließend wird aus der Summe der Werte aller drei Antwortkategorien das ungewichtete arithmetische Mittel gebildet. Der auf diese Weise erstellte Index fluktuiert zwischen +1 und -1, wobei der langfristige Durchschnitt unge-

⁷⁹⁷ Interview Jessop (2005), Anhang.

fähr 0,2 beträgt. Ähnlich verfährt der Koordinator der Umfrage bei der Berechnung der „market yields by sector“, in deren Verlauf aus den für jeden Immobilientyp in der vierten Frage angegebenen true market yields das ungewichtete arithmetische Mittel gebildet wird. Zwar wurden die einzelnen Indikatoren nicht separat auf ihre Prognosefähigkeit überprüft, jedoch gehen sie regelmäßig als statistisch signifikante erklärende Faktoren in das so genannte yield model des Marktforschungsinstituts ein. Besonders die net balance of investor intentions ermöglicht dabei im Rahmen des regressionsbasierten Prognosemodells eine verbesserte Vorhersage der Entwicklung der am Markt sechs Monate später beobachtbaren, durch die IPD veröffentlichten equivalent yields.

Laut Aussagen von Jessop wurden die einzelnen Indikatoren keinen umfassenden statistischen Untersuchungen nach den Kriterien des NBER unterworfen. Vor diesem Hintergrund sind die Antworten für jedes Kriterium nicht als Teil eines kohärenten Analysesystems zu verstehen, sondern stellen – insbesondere für die Kriterien der Konjunkturkonformität, des Verlaufs an Umkehrpunkten und der Verlaufsglätte – das Ergebnis einzelner Nachfragen dar:

- Ökonomische Bedeutung: Die Beurteilung der ökonomischen Bedeutung der aus der PMA Survey of Investor Preference abgeleiteten Indikatoren erfordert auch in diesem Fall zunächst eine Qualifizierung als klassische Konjunkturmfrage oder als Expertenbefragung. In Anbetracht der Tatsache, dass das Fragenprogramm sowohl zukunftsgerichtet unternehmensinterne Variablen – Pläne – als auch gegenwartsbezogene, unternehmensexterne Größen – Beurteilungen – umfasst, erlaubt das Kriterium des erhobenen Informationstyps zunächst keine eindeutige Zuordnung zu einem der beiden Ansätze. Für etwas Klarheit sorgt hier die Tatsache, dass vor allem die Pläne über prognostische Aussagekraft verfügen, was als Indiz für eine klassische Konjunkturmfrage zu werten ist. Die Position der Teilnehmer, die überwiegend den Researchabteilungen der antwortenden Unternehmen entstammen, weist hingegen auf eine Expertenbefragung hin. Ein abschließendes Urteil ist aus drei Gründen nicht möglich. Erstens verfügen die Leiter der Researchabteilungen in Unternehmen angelsächsischer Prägung oftmals über einen Sitz im so genannten Investment Committee und nehmen daher direkt Einfluss auf die Anlageentscheidungen. Zweitens stellen Pläne Resultate der Entscheidungsfindung im Unternehmen dar, die der Researchabteilung zwangsläufig bekannt sein werden, unabhängig davon ob diese Anteil am Entscheidungsprozess hatte oder nicht. Drittens verliert die Frage nach der Verhaltensrelevanz der Angaben bei Plänen einen Teil ihrer Bedeutung, da eine Befragung von Entscheidern mit höherem Einfluss nur dann zu besseren Ergeb-

nissen führen würde, wenn Pläne Änderungen unterliegen aus Gründen, die nicht im Aufgabenbereich der Researchabteilung liegen. Vor diesem Hintergrund scheint bei der PMA Survey of Investor Preference eine ökonomische Bedeutung im Sinne einer klassischen Konjunkturumfrage vorzuliegen.

- Statistische Eignung: Das Kriterium der statistischen Eignung erweist sich als schwierig zu beurteilen. Einerseits steht ein gewisses Maß an statistischer Eignung fest, da ein signifikanter Zusammenhang zwischen Indikator und Zielzeitreihe vorliegt. Auf der anderen Seite erscheint eine Anzahl von im Durchschnitt 30 Teilnehmern als eine für die Beurteilung der verschiedenen Sektoren zu kleine Stichprobe. Es ist jedoch nicht auszuschließen, dass sich die Unternehmen aufgrund der Vertraulichkeit der Angaben – die Ergebnisse werden nicht veröffentlicht – hochgradig offen zu ihren Plänen äußern, so dass die Erkenntnisse qualitativ in besonderem Maße hochwertig ausfallen. Die Länge der Zeitreihe fällt angemessen aus, auch wenn vierteljährliche Datenpunkte deren Qualität noch erhöht hätten. Dasselbe trifft auf die Vergleichbarkeit einzelner Werte im Zeitablauf zu, die bei einer durchschnittlichen Rücklaufquote von 50% als gegeben angesehen werden kann. Ansonsten gelten alle bereits diskutierten Vor- und Nachteile, die aus der qualitativen Natur der Daten entstehen.
- Konjunkturkonformität: Jessop weist auf eine gute Übereinstimmung mit der Zeitreihe der Veränderung der IPD equivalent yields hin.
- Verlauf an Umkehrpunkten: Ebenso unterstreicht er den Erfolg des Indikators bei der Anzeige von Wendepunkten.
- Verlaufsglätte: Auf der anderen Seite deutet Jessop an, dass der Indikator relativ volatil verläuft, so dass das Kriterium der Verlaufsglätte möglicherweise nur eingeschränkt erfüllt wird.
- Aktualität: Angesichts einer in halbjährlichem Rhythmus erfolgenden Erhebung der Pläne fällt die Aktualität der konjunkturellen Beobachtung schwach aus.

Die Frage nach dem „was“ wird im Rahmen der PMA Survey of Investor Preference in regionaler Hinsicht relativ eingeschränkt, unter typologischen Gesichtspunkten jedoch breit beantwortet. Dabei werden weniger Erwartungen, sondern vielmehr Pläne erhoben, die auf das zukünftige Investitionsverhalten der befragten Unternehmen abzielen.

Die Frage nach dem „wie“ wird von PMA ohne expliziten Rückgriff auf die Saldenmethode beantwortet, jedoch kommt das angewendete Verfahren der Saldenmethode

inhaltlich gleich.⁷⁹⁸ Das Unternehmen sieht jedoch davon ab, die einzelnen Zeitreihen zu einem Gesamtindikator zu verbinden, sondern weist für jede Frage eine gesonderte Zeitreihe aus. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Charakterisierung der Umfrage als monoinstitutionelle Umfrage entfiel die Problematik, bei der weiteren Aggregation der Bedeutung der jeweiligen regionalen, typologischen und institutionellen Aspekte des britischen Immobilienmarktes Rechnung zu tragen.

Aus diesem Grund kann die Frage nach dem „warum“ sich nur auf die prinzipielle Adäquatheit der abgebildeten Märkte beziehen, nicht jedoch auf aufgestellte Beziehungen zwischen ihnen. Die ökonomische Bedeutung der Beziehung zwischen den Plänen der befragten Marktteilnehmer und den beobachteten Ergebnissen kann jedoch als gegeben vorausgesetzt werden.

Die Frage nach dem „wer, wo, wann“ bezieht sich auf die Beziehungen zwischen den abgeleiteten Indikatoren einerseits und der ausgewählten Zielzeitreihe andererseits. Zwar existiert am deutschen Immobilienmarkt mit der Deutsche Immobilien Datenbank (DID) eine Institution, die als Tochtergesellschaft der IPD vergleichbare Daten für den deutschen Immobilienmarkt erhebt. Die verfügbaren Zeitreihen fallen in Großbritannien jedoch um ein Vielfaches länger aus als die entsprechenden Zeitreihen in Deutschland und werden häufiger erhoben. Von daher liegt keine identische Zielzeitreihe vor, so dass es bei einer analogen Übertragung des Konzeptes auf Deutschland notwendig wäre, eine alternative Zeitreihe zu identifizieren bzw. zu konstruieren. Die übrigen Elemente der PMA Survey of Investor Preference lassen sich auf den deutschen Immobilienmarkt anpassen.

4.3.5 IKB Developer Trends

Aufgrund des konjunkturellen Abschwungs am Flächenmarkt⁷⁹⁹ und des erschwerten Zugangs zu Fremdkapital im Zuge der Neuen Baseler Eigenkapitalrichtlinien erweist sich das Marktumfeld für Projektentwickler in Deutschland zunehmend als herausfordernd. Weitere Herausforderungen bilden der fortschreitende demographische Strukturwandel und das schwache gesamtwirtschaftliche Wachstum. Im Frühling 2004 entschloss sich die IKB Deutsche Industriebank AG als Reaktion auf diese und andere

⁷⁹⁸ Wenn 6 von 10 Teilnehmern mit einer Zunahme rechnen und 4 von 10 Teilnehmern mit einer Abnahme, dann würde der Saldo folgendermaßen berechnet: $60\% - 40\% = 20\%$. Die Methode von PMA kommt zu einem identischen Ergebnis: $(6 - 4) / 10 = 0,2$.

⁷⁹⁹ Der institutionelle Investmentmarkt ist auch in Deutschland aufgrund der im Zuge der Kursverluste an den Wertpapiermärkten gestiegenen Anlagevolumina auf Immobilienmärkten – vor allem im Bereich der offenen Immobilien-Publikumsfonds – relativ stabil geblieben.

Umbrüche im Bereich der Projektentwicklung zur erstmaligen Erhebung der IKB Developer Trends, einer Umfrage unter deutschen Projektentwicklern.⁸⁰⁰ Sie wird seitens der IKB von Claudia Pozdziech betreut und umfasst zwei Arten von Fragestellungen. Einerseits erhebt sie unternehmensspezifische Informationen, die eine Klassifikation des Befragten erlauben.⁸⁰¹ Auf der anderen Seite werden die Teilnehmer zu ihren Einschätzungen bezüglich branchenweiter Entwicklungen befragt:

Wie wird sich die Bedeutung der nachfolgenden Nutzungsarten in den nächsten 12 Monaten entwickeln (zunehmen / gleich bleiben / abnehmen): Büroimmobilien, Büro- u. Geschäftshaus, Handelsobjekte, Wohnimmobilien, Logistikimmobilien, Hotels, Sozialimmobilien, Freizeitimmobilien.

Wie wird sich für Ihre Branche die Bedeutung der nachfolgenden Regionen in den nächsten 12 Monaten entwickeln (zunehmen / gleich bleiben / abnehmen): Im Inland: München, Hamburg, Düsseldorf, Frankfurt, Mittelzentren in Deutschland, Berlin.

Wie wird sich für Ihre Branche die Bedeutung der nachfolgenden Regionen in den nächsten 12 Monaten entwickeln (zunehmen / gleich bleiben / abnehmen): Im Ausland: Frankreich, Italien, Spanien, Benelux, Vereinigtes Königreich, sonst. Westeuropa, Mittel-/Osteuropa, außereurop. Ausland.

Wie schätzen Sie die Geschäftslage Ihrer Branche aktuell ein?

- Eher positiv
- Weder positiv noch negativ
- Eher negativ

Wie wird Ihrer Prognose nach die allgemeine Geschäftslage Ihrer Branche in einem Jahr sein?

- Besser als heute
- Gleich bleibend
- Schlechter als heute
- Weiß nicht

Bei den dabei erhobenen Informationstypen handelt es sich sowohl um Beurteilungen der Gegenwart als auch um Erwartungen mit einem Horizont von zwölf Monaten. In beiden Fällen kommen trichotome, ordinale Antwortskalierungen zur Anwendung. Angesichts der lediglich in jährlichem Rhythmus stattfindenden Umfrage fällt der Beantwortungsaufwand der IKB Developer Trends für die Teilnehmer gering aus.

Die IKB gibt an, die Umfrage durchzuführen, „um eine umfassende und aktuelle Einschätzung des Marktgeschehens sowie Hinweise auf zukunftsweisende Trends aus

⁸⁰⁰ Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf einem Interview mit Claudia Pozdziech, der Koordinatorin der IKB Developer Trends sowie auf durch sie zur Verfügung gestellte Informationsmaterialien. Vgl. Interview Pozdziech (2005), Anhang; IKB Deutsche Industriebank AG (2004).

⁸⁰¹ Dabei werden hauptsächlich die regionalen und typologischen Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit sowie die Gründe für eine eventuelle Aktivität im Ausland bestimmt.

erster Hand“ und „ein aktuelles und zugleich im Zeitablauf vergleichbares Stimmungsbarmeter“⁸⁰² zu erhalten. Sie soll Rückschlüsse auf zukünftige Entwicklungen in einzelnen regionalen und typologischen Teilmärkten ermöglichen und richtet sich zu diesem Zweck vornehmlich an leitende Angestellte und Geschäftsführer der erfassten Unternehmen. Eigenen Angaben zufolge handelt es sich dabei zu 40% um Betriebe, die hauptsächlich Projekte mit einem Volumen von bis zu 20 Mio. Euro entwickeln und sich regional fokussiert positionieren. Der überwiegende Teil der Antworten stammt jedoch von Unternehmen, die noch bedeutsamere Projekte betreuen und auf überregionaler Ebene geschäftlich tätig sind.⁸⁰³ Dieser Umstand ermöglicht es, die Beurteilungen und Erwartungen nicht nur in aggregierter Form für Deutschland auszuweisen, sondern sie in typologischer und vor allem in regionaler Hinsicht breit gefächert abzubilden. Unter institutionellen Gesichtspunkten erfolgt teilweise eine Unterteilung zwischen den Antworten der kleinen Projektentwickler und denen der gewichtigeren Marktteilnehmer. Dessen ungeachtet qualifiziert die Einschränkung des Teilnehmerkreises auf in Deutschland aktive Projektentwickler die IKB Developer Trends als monoinstitutionelle Umfrage.

Aufgrund der Tatsache, dass die IKB von einer Aggregation der Ergebnisse absieht und für jede Frage lediglich die auf die einzelnen Antwortkategorien entfallenden Prozentsätze ausweist, kann an dieser Stelle nur in verkürzter Form auf die Kriterien des NBER eingegangen werden:

- Ökonomische Bedeutung: Zunächst stellt sich auch bei den IKB Developer Trends die Frage, ob sie als klassische Konjunkturumfrage qualifiziert werden kann oder eine Expertenbefragung darstellt. Die Tatsache, dass sich die Fragestellungen ausschließlich auf unternehmensexterne Größen – bspw. die Geschäftslage der Branche insgesamt – richten, deutet auf eine Expertenbefragung hin. Der große Anteil an Umfrageteilnehmern auf Geschäftsführerpositionen lässt sich verschiedentlich interpretieren. Prinzipiell sagt er aus, dass Entscheider befragt wurden, die über die Möglichkeit verfügen, ihre Erwartungen in Entscheidungen umzusetzen, so dass von einer klassischen Konjunkturumfrage ausgegangen werden könnte. Ob diese Entscheider gleichzeitig direkt über die Informationen verfügen, um als Experten die zukünftige Entwicklung in einer Bandbreite an typologischen und regionalen Immobilienmärkten im In- und Ausland einschätzen zu können, darf nicht vorausgesetzt werden. Es ist jedoch da-

⁸⁰² IKB Deutsche Industriebank AG (2004), S. 10.

⁸⁰³ Vgl. IKB Deutsche Industriebank AG (2004), S. 10.

von auszugehen, dass sie auf dieses Wissen für die Märkte, auf denen sie ihre Geschäfte tätigen, zumindest auf indirektem Wege zugreifen können, sei es über eine entsprechende Stabstelle oder als Resultat ihrer gewöhnlichen Geschäftstätigkeit.⁸⁰⁴ Betrachtet man beide Kriterien zusammen, so überwiegt eine Interpretation der IKB Developer Trends als Expertenbefragung. Vor diesem Hintergrund wird grundsätzlich von einer ökonomischen Bedeutung der erhobenen Antworten ausgegangen.

- Statistische Eignung: Die Tatsache, dass die Ergebnisse der IKB Developer Trends weder fragenspezifisch noch fragenübergreifend zu einem Indikator zusammengefasst werden, engt die Möglichkeit der Beurteilung einer statistischen Eignung ein. Primär gilt es zu untersuchen, ob – unabhängig von der Adäquatheit des Fragenprogramms und der Empfänger der Umfrage – die Größe des Teilnehmerkreises ausreicht, um die Aussagekraft auf Ebene der einzelnen Teilmärkte gewährleisten zu können. Erhebungen der BulwienGesa AG und der Bernd Heuer Dialog Düsseldorf GmbH aus dem Frühjahr 2001 erfassten eine repräsentative Stichprobe von nahezu 1600 am deutschen Immobilienmarkt tätigen Immobilienprojektentwicklern.⁸⁰⁵ Im Vergleich dazu erscheint die Zahl der 140 von der IKB identifizierten Akteure gering, zumal keine Informationen über die Höhe des Rücklaufes vorliegen. Dieser Eindruck verstärkt sich angesichts der Breite der Abdeckung von acht typologischen Teilmärkten, sechs regionalen Teilmärkten in Deutschland und acht internationalen Wirtschaftsräumen. Auf der anderen Seite reicht bei einer Expertenbefragung in Abhängigkeit von der Qualifiziertheit der Experten ggf. auch ein ausgewählter Kreis an Teilnehmern aus, um gute Resultate zu erzielen. Als weniger problematisch erscheinen dabei die wichtigsten Immobilienmetropolen Deutschlands⁸⁰⁶ und die typologischen Felder der Bürogebäude, Büro- und Geschäftshäuser, Handelsobjekte und Wohnimmobilien.⁸⁰⁷ Inhaltlich stellt sich jedoch die Frage, inwiefern Erkenntnisse von Experten über einen regionalen Markt mit verschiedenen Immobilientypen bzw. über einen Immobilientyp in verschiedenen Regionen für die Marktteilnehmer aussagekräftig und erstrebenswert erscheinen. Kombinationen von Regionen und Typologien hätten sich als aussagekräftiger erwiesen, jedoch potenziell die statistische Aus-

⁸⁰⁴ Viele Projektentwickler arbeiten mit fünf oder weniger Mitarbeitern, so dass davon ausgegangen werden kann, dass die Geschäftsleitung über Einblicke in alle relevanten Aspekte der Geschäftstätigkeit verfügt. Vgl. Schulten/Rometsch (2002), S. 537.

⁸⁰⁵ Vgl. Schulten/Rometsch (2002), S. 537f.

⁸⁰⁶ Gemeint sind damit München, Frankfurt, Düsseldorf, Berlin, Mittelzentren in Deutschland und Hamburg. Jeweils mindestens 40% der Teilnehmer sehen hier einen Schwerpunkt ihrer Projektentwicklungstätigkeit.

⁸⁰⁷ Mindestens 50% der befragten Projektentwickler legen auf diese Immobilientypen einen Fokus.

sagekraft der Ergebnisse belastet. Angesichts der Tatsache, dass bisher keine Erkenntnisse über die notwendige Größe einer Stichprobe für umfragebasierte Indikatoren auf Immobilienmärkten vorliegen, kann über eine angemessene Größe nicht endgültig befunden werden.⁸⁰⁸ Neben den allgemeinen Kritikpunkten, die umfragebasierten Indikatoren anhaften und die grundsätzlicher Natur sind, kann darüber hinaus angesichts einer erst einmal durchgeführten Befragung weder die Häufigkeit der nachträglichen Korrekturen, die Vergleichbarkeit einzelner Wert im Zeitablauf, noch die Länge der Zeitreihe beurteilt werden. Ein abschließendes Urteil über die statistische Eignung ist daher noch nicht möglich.

- Aktualität: Die jährliche Durchführungsweise der IKB Developer Trends muss hinsichtlich einer Eignung als Konjunkturindikator als nicht ausreichend beurteilt werden.

Die Frage nach dem „was“ wird im Rahmen der IKB in typologischer und regionaler Hinsicht breit aufgefasst. Aufgrund der Verschiedenartigkeit des konjunkturellen Verhaltens unterschiedlicher Immobilientypen und Regionen würde sich eine Kombination beider Kriterien als aussagekräftiger erweisen. Unter institutionellen Gesichtspunkten erfolgt eine Fokussierung auf die wenig erforschte Gruppe der Projektentwickler. Im Vordergrund stehen neben der Beurteilung der gegenwärtigen Geschäftslage in der Branche insgesamt vor allem die Erwartungen bezüglich der zukünftigen Geschäftslage und der zukünftigen Bedeutung einer Vielzahl von typologischen und regionalen Teilmärkten im In- und Ausland.

Die Frage nach dem „wie“ kann für die IKB Developer Trends nicht angemessen beantwortet werden, da weder der Versuch unternommen wurde, die Beziehungen zwischen den verschiedenen Teilmärkten im Rahmen eines Gesamtindikators abzubilden, noch Einzelindikatoren abzuleiten. Aus diesem Grund muss eine Analyse der Hintergründe der gewählten Methodik – des „warum“ – ebenso unterbleiben wie eine Untersuchung hinsichtlich der Übertragbarkeit der Erkenntnisse – des „wer, wo, wann“ – auf den im Rahmen der vorliegenden Arbeit zu konzipierenden qualitativen Konjunkturindikator.

⁸⁰⁸ Vgl. Punkt 5.2.7.

4.3.6 JLL Stimmungsbarometer Deutschland

Das deutsche Jones Lang LaSalle Stimmungsbarometer stellt eine unternehmensinterne, quartalsweise durchgeführte Befragung von JLL dar, die seit dem Jahr 2000 für den deutschen Immobilienmarkt erhoben wird.⁸⁰⁹ Die durch Helge Scheunemann und Matthias Barthauer betreute Umfrage richtet sich an die Teamleader und Direktoren der einzelnen Standorte, an denen das Unternehmen in Deutschland vertreten ist und erfasst auf diese Weise die Beurteilungen von ca. 40 lokalen und typologischen Experten. Das dazugehörige Fragenprogramm umfasst vier Fragen zu zwei Themenfeldern, einerseits zu der gesamtwirtschaftlichen Lage und andererseits zu der Lage am Immobilienmarkt insgesamt:

1. Wie beurteilen Sie die allgemeine Wirtschaftsentwicklung in Deutschland im ersten Quartal 2005 im Verhältnis zum vierten Quartal 2004?
2. Wie erwarten Sie die allgemeine Wirtschaftsentwicklung in Deutschland im zweiten Quartal 2005 im Verhältnis zum ersten Quartal 2005?
3. Wie beurteilen Sie die Entwicklung Ihres Geschäftsbereiches im ersten Quartal 2005 im Verhältnis zum vierten Quartal 2004?
4. Wie erwarten Sie die Entwicklung Ihres Geschäftsbereiches im zweiten Quartal 2005 im Verhältnis zum ersten Quartal 2005?

Die ordinale Antwortskalierung umfasst in allen Fällen fünf Antwortkategorien, die über Abstufungen die eingeschätzte Tendenz einer besseren oder schlechteren Entwicklung erfassen:

- besser
- etwas besser
- gleich bleibend
- etwas schlechter
- schlechter

Das Ziel der Umfrage beschreibt Barthauer folgendermaßen: „Der Verlauf des Stimmungsbarometers unterstützt die Geschäftsplanung im eigenen Unternehmen. Ergänzend zu unseren weiteren Berechnungen stellen wir unseren Kollegen somit zusätzliche Informationen zur Verfügung.“⁸¹⁰ Als besonders gewinnbringend erweist sich hierbei die Möglichkeit eines Vergleichs der generierten Stimmungsbilder der Befragten mit den Ergebnissen von anderen am Markt verfügbaren qualitativen Konjunkturindikatoren. Dabei beziehen sich die Aussagen des Stimmungsbarometers

⁸⁰⁹ Sofern nicht gesondert ausgewiesen, beruhen die nachfolgenden Ausführungen auf einem Interview mit Helge Scheunemann, dem Leiter des Research in Deutschland, und Matthias Barthauer, dem Koordinator des JLL Stimmungsbarometers, sowie auf durch ihn zur Verfügung gestellte Informationsmaterialien. Vgl. Interview Scheunemann/Barthauer, Anhang.

⁸¹⁰ Interview Scheunemann/Barthauer, Anhang.

sowohl auf den Flächen- als auch auf den Investmentmarkt ohne in regionaler oder typologischer Hinsicht zu differenzieren.⁸¹¹ Zwar erlauben die Antworten auf die Frage nach der Entwicklung des Geschäftsbereiches detaillierte Einblicke in einzelne Bereiche des Immobilienmarktes,⁸¹² jedoch wird aufgrund der begrenzten Anzahl an Teilnehmern nicht der Versuch unternommen eine weitere Untergliederung herbeizuführen. Unter institutionellen Gesichtspunkten erfolgt aufgrund der Fokussierung auf die Befragung der leitenden Angestellten eines Makler- und Beratungsunternehmens eine Beschränkung, die die Umfrage als monoinstitutionelle Umfrage qualifiziert.

Eines der hervorstechendsten Merkmale des JLL Stimmungsbarometers ist die bei der Aggregation der Antworten eingesetzte Methodik. In Anlehnung an den Geschäftsklima-Index der Handelskammer Hamburg wird es nach der folgenden Formel berechnet:

$$SB = \sqrt{\left(A_1 + \frac{A_2}{1,5} + \frac{A_3}{2} - \frac{A_4}{1,5} - A_5 + 100\right) \cdot \left(B_1 + \frac{B_2}{1,5} + \frac{B_3}{2} - \frac{B_4}{1,5} - B_5 + 100\right)}$$

Dabei stehen A_x und B_x stellvertretend für die prozentualen Anteile der auf die Fragen A und B gegebenen Antworten in allen fünf Antwortkategorien. Vor dem Hintergrund, dass A_1 und B_1 den Anteil der „besser“-Antworten ausweisen und A_5 und B_5 den Prozentsatz der „schlechter“-Antworten widerspiegeln, wird deutlich, dass hier eine abgewandelte Variante der Saldenmethode zur Anwendung kommt. Zwar wird in jedem der beiden Ausdrücke unter der Wurzel über die Addition der Zahl 100 ein negativer Wert vermieden. Im Gegensatz zu der ursprünglichen Saldenmethode werden hier jedoch zwei entscheidende Änderungen vorgenommen. Erstens gehen die „gleich“-Antworten mit einem halben positiven Punktwert in die Berechnung des Index ein, so dass das Stimmungsbarometer im Durchschnitt einen höheren Wert als bei einer Berechnung über die einfache Saldenmethode ausweist. Zweitens gehen die Antworten, die auf eine moderate Verbesserung bzw. eine leichte Verschlechterung hinweisen, mit einem geringeren Gewicht in das Barometer ein als die Antworten, die auf eine deutlichere Entwicklung hinweisen. Auf diese Weise wird der Effekt erzielt, dass das Stimmungsbarometer einen höheren Wert ausweist, wenn sich die leitenden Angestellten von JLL

⁸¹¹ Hierbei gilt es zu berücksichtigen, dass JLL ein auf den gewerblichen Immobilienmarkt spezialisiertes Unternehmen ist und die Aussagen des Stimmungsbarometers in typologischer Sicht auf Gewerbeimmobilien Anwendung finden können, nicht aber auf Wohnimmobilien.

⁸¹² Beispiele für derartige Geschäftsbereiche wären der Vermietungsbereich Büro, Vermietungsbereich Lagerhallen, Vermietungsbereich Einzelhandel, der Verkauf, die Verwaltung etc.

über die Entwicklung der Geschäftslage einig sind. Insgesamt ergibt sich auf diese Weise ein Wert des Stimmungsbarometers zwischen 0 und 200, der jedoch nur unternehmensinternen Zwecken dient und nicht öffentlich zugänglich gemacht wird. Zwar wurde eine statistische Überprüfung des Stimmungsbarometers bisher nicht durchgeführt, jedoch bezeichnet Barthauer die Geschäftsumsätze in der Immobilienbranche allgemein bzw. alternativ den Geschäftserfolg von JLL als mögliche Zielvariablen.

Unter Berücksichtigung der nicht erfolgten Überprüfung des intertemporalen Bezuges der Zeitreihe des Stimmungsbarometers zu anderen Zeitreihen kann an dieser Stelle nur in verkürzter Form auf die Kriterien des NBER eingegangen werden:

- Ökonomische Bedeutung: Grundsätzlich verfügen die Teilnehmer an der Umfrage für das Jones Lang LaSalle Stimmungsbarometer über ein spezialisiertes Wissen, das sie im Rahmen ihrer Tätigkeit als Intermediäre in einzelnen Bereichen des Flächen- und Investmentmarktes erworben haben. Da sie gleichzeitig einzelne Geschäftsbereiche des Unternehmens JLL verantworten, besitzen sie darüber hinaus genaue Kenntnisse über die Geschäftslage ihres betreffenden Bereiches. Ihre Position qualifiziert sie daher eher für die Teilnahme an einer klassischen Konjunkturumfrage als für die Teilnahme an einer Expertenbefragung. Die Art der Fragestellung weist in zwei unterschiedliche Richtungen. Einerseits kann die Frage nach der Einschätzung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds eindeutig dem Bereich der Expertenbefragung zugeordnet werden, wobei gleichzeitig hinterfragt werden muss, ob die Teilnehmer für die Beantwortung in ausreichendem Maße qualifiziert sind und auf Basis welcher Informationen sie ihr Urteil fällen. Andererseits entstammt die Frage nach der Einschätzung der Geschäftslage im zu verantwortenden Geschäftsfeld eindeutig dem Bereich der klassischen Konjunkturumfrage, wobei als gesichert gelten kann, dass die Teilnehmer über die für eine angemessene Beantwortung notwendigen Einblicke verfügen. Beschränkt man die Betrachtung auf die vor dem Hintergrund der vorliegenden Arbeit relevanten Fragestellungen mit einem Bezug auf den Immobilienmarkt, so liegt es nahe, das JLL Stimmungsbarometer als klassische Konjunkturumfrage zu interpretieren. In diesem Zusammenhang ergibt sich das Problem, dass bei Intermediären die Beurteilungen und Erwartungen bezüglich der eigenen Geschäftslage selbst bei Annahme einer Verhaltensrelevanz allenfalls einen indirekten Einfluss auf die relevanten konjunkturellen Prozesse am Immobilienmarkt ausüben. Hinzu kommt der Umstand, dass die Geschäftslage von JLL in Deutschland selbst unter Berücksichtigung der Bedeutung des Unternehmens und seiner breiten Positionierung nicht repräsentativ für die Beurteilungen und

Erwartungen anderer Gruppen von Marktteilnehmern oder für deren Handlungen sein kann. Vor diesem Hintergrund lässt das bereits angeführte Ziel der Verbesserung der Geschäftsplanung jedoch noch eine alternative Interpretation zu. Betrachtet man das JLL Stimmungsbarometer als Sonderfall, der nicht das Ziel verfolgt, in direktem Maße die Immobilienkonjunktur abzubilden, sondern dezentral vorhandene Informationen zu aggregieren, so erscheint es vielmehr als strategisches Instrument des Wissensmanagement und in diesem Zusammenhang als unternehmensspezifischer Konjunkturindikator. Die ökonomische Bedeutung kann in diesem klar abgesteckten Rahmen als gegeben angesehen werden.

- Statistische Eignung: Die statistische Eignung kann wie bei allen Umfragen, die den Befragten die Teilnahme freistellen, nicht streng quantitativ bestimmt werden, da keine Möglichkeit besteht, einen Stichprobenfehler zu errechnen. Zudem sind einzelne Datenpunkte nicht immer miteinander vergleichbar, da sich die Gruppe der Teilnehmer unterscheidet. Auch wird die statistische Eignung in nennenswertem Umfang von der im Zeitablauf durchschnittlich erzielbaren Rücklaufquote bestimmt. Diese Kritikpunkte gelten in vollem Umfang ebenfalls für das JLL Stimmungsbarometer. Zusätzlich fällt die Länge der Zeitreihe des abgeleiteten Indikators bisher für eine Überprüfung noch zu kurz aus. Auf der anderen Seite muss festgehalten werden, dass die Koordinatoren der Umfrage sich bei der Aggregation einer an anderer Stelle erfolgreich eingesetzten, prinzipiell geeigneten Methodik – einer abgewandelten Saldenmethode – bedienen. Zwar kann eingewendet werden, dass eine rechnerische Berücksichtigung derjenigen Teilnehmer, die von einer unveränderten Geschäftslage ausgehen, den Index potenziell verzerrt und seine Interpretation erschwert. Eine entsprechende Begründung liefert bspw. ein ausgewiesener Anstieg der Stimmung, der inhaltlich auf eine erwartete Verlängerung einer Baisse hinweist, die die Teilnehmer veranlasst, vermehrt auf die Kategorie „gleich“ zurückzugreifen. Gleichzeitig kann argumentiert werden, dass sich eine große Verunsicherung am Markt ebenfalls durch eine vermehrte Angabe einer „gleichen“ Geschäftslage äußern kann. Dennoch erhöht die gewählte Methodik die Sensitivität des Indikators gegenüber leichten Veränderungen der Geschäftslage und gegenüber einer inhaltlichen Uneinigkeit der Marktteilnehmer. Hierbei könnte lediglich diskutiert werden, ob der Unterschied zwischen einer leichten und einer deutlichen Veränderung der Geschäftslage einen Gewichtungsunterschied von $1/3$ rechtfertigt. Insgesamt steht jedoch fest, dass die gewählte Methodik der besonderen Natur des Indikators Rechnung trägt und sich als zweckmäßig erweist. Dieses Argument gilt in gleichem Maße für die mit 40 befragten leitenden Angestellten relativ geringe Anzahl an Teilnehmern.

Zwar würde sie vor dem Hintergrund einer branchenweiten Konjunkturbeobachtung als gering gelten, jedoch genügt sie dem Ziel der Betrachtung der Unternehmensentwicklung.

- Aktualität: Das Kriterium der Aktualität kann vor dem Hintergrund einer vierteljährlichen Umfrage als gegeben interpretiert werden.

Die Frage nach dem „was“ wird im Rahmen des JLL Stimmungsbarometer typologisch, regional und institutionell fokussiert beantwortet. Aus diesem Grund und wegen der besonderen Natur des Indikators erübrigt sich eine weiterführende Ergründung der Fragen nach dem „wie“, nach dem „warum“ und nach dem „wer, wo, wann“.

4.4 Vergleichende Gegenüberstellung und Zusammenfassung

Die vorangegangenen Fallstudien haben gezeigt, dass nicht nur Immobilienmärkte an sich von großer Uneinheitlichkeit gekennzeichnet sind, sondern auch die auf ihnen unternommenen Versuche, fragebogenbasierte Marktbeobachtung durchzuführen. Viele der internationalen Umfragen mit Immobilienbezug stellen nicht die Initiative von forschungsnahen Institutionen dar, sondern gehen entweder auf Anregungen aus der Praxis zurück oder werden von Unternehmen durchgeführt, deren Geschäftstätigkeit überwiegend praxisorientierter Natur ist.⁸¹³ In der Folge entstand bei vielen Fallstudien der Eindruck, dass der Verringerung des Erhebungsaufwandes der Vorrang gegenüber einer methodisch einwandfreien Form der Umfrage und des ggf. daraus abgeleiteten Indikators gewährt wurde. Angesichts eines in den meisten Fällen nicht im Bereich der immobilienökonomischen Konjunkturforschung angesiedelten Kerngeschäfts der erhebenden Institution erscheint ein derartiges Verhalten plausibel. Die Notwendigkeit eines diesbezüglichen Hintergrunds demonstriert jedoch anschaulich der Fall des NZPI Confidence Indicator, der durch ein professionelles Marktforschungsinstitut eine zwar in methodischer Hinsicht anspruchsvolle, nicht aber zielführende Strukturierung erfuhr. Besondere Beachtung verdient in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass alle drei Indikatoren, deren Vorlaufeigenschaften im Rahmen einer statistischen Untersuchung festgestellt werden konnten, von Institutionen erstellt und betreut werden, die der Marktforschung und der Immobilienökonomie in gleichem Maße nahe stehen. Darüber hinaus hat sich gezeigt, dass zwei der vier Umfragen, deren Erstellung im Zeitablauf

⁸¹³ Dies gilt in gewissem Maße selbst für den Texas Real Estate Confidence Index und den Washington Real Estate Confidence Index, die an Instituten erstellt werden, die seitens von Verbänden und privaten Einrichtungen eine starke Förderung aber auch Prägung erfahren.

beendet wurde, von Institutionen koordiniert wurden, die über keinen direkten Bezug zur Immobilienökonomie verfügen.

Weiterhin wird fallstudienübergreifend offenbar, dass die erstmalige Erstellung der Umfrage oft nicht den Versuch der Übertragung eines neuen Prognosekonzepts auf Immobilienmärkte darstellte, sondern auf die Lösung konkreter immobilienökonomischer Problemstellungen zurückgeht. So wurde bspw. die Durchführung der Korpacz Real Estate Investor Survey und der FDIC Survey of Real Estate Trends jeweils unter verschiedenen Gesichtspunkten als Reaktion auf die nordamerikanische Immobilienkrise am Ende der achtziger Jahre aufgenommen. Ebenso wurden die IKB Developer Trends als ein Instrument konzipiert, das angesichts sich wandelnder Rahmenbedingungen in der Immobilien-Projektentwicklung in Deutschland eine rechtzeitige Anzeige neuer Entwicklungen ermöglicht. Das DTZ Immobilienbarometer verfolgt die Generierung von Informationen, die nicht im eigenen Haus vorliegen, während das JLL Stimmungsbarometer auf die Zusammenführung von Informationen abzielt, die im Haus bereits vorhanden sind. Die konkreten Umstände führten jedoch nicht nur zu der Aufnahme der Umfragedurchführung, sondern bedingten in mehreren Fällen auch die Umfrageteilnehmer, da es sich anbot, auf die Adressmaterialien zurückzugreifen, die bereits als Resultat der Verbands- oder Geschäftstätigkeit verfügbar waren. Damit einher ging in den meisten Fällen zwar eine rasche Identifikation geeigneter Ansprechpartner, jedoch wurde vielfach weder eine ausreichende Anzahl ermittelt, noch sichergestellt, dass die beantwortende Person im Sinne der relevanten Theorie für die Teilnahme an der Umfrage geeignet ist. Die Folge ist eine verringerte Aussagekraft der ermittelten Ergebnisse, da sie potenziell nicht repräsentativ für den Gesamtmarkt sind oder möglicherweise keine neuen Informationen über zukünftige Entwicklungen enthalten.⁸¹⁴

Vergleicht man die Antworten auf die Frage nach dem „was“, so wird deutlich, dass selbst innerhalb der polyinstitutionellen bzw. monoinstitutionellen Umfragen nur wenige Übereinstimmungen zwischen den regionalen, typologischen und institutionellen Schwerpunkten bestehen. Dennoch lassen sich gewisse Tendenzen herausfiltern. In regionaler Hinsicht konzentrieren sich die meisten Umfragen auf ein einzelnes Land bzw. eine geographische Einheit vergleichbarer Größe, bspw. einen US-amerikanischen Bundesstaat. Sofern innerhalb dieser Einheiten eine Differenzierung

⁸¹⁴ Letzteres ist vor allem dann der Fall, wenn Befragte nicht über ein entsprechendes Wissen verfügen, das sie für die Teilnahme qualifiziert, sondern ihre Meinung auf öffentlich zugängliche und damit im Regelfall allgemein bekannte Informationsquellen stützen.

nach einzelnen Teilregionen stattfindet, erfolgt sie zumeist auf Ebene der ggf. erweiterten Stadtgebiete der wichtigsten Immobilienmetropolen und weniger auf Ebene der verwaltungsrechtlichen Bezirke. Unter typologischen Gesichtspunkten beschränken sich vier von zwölf Umfragen auf eine Unterscheidung zwischen Gewerbe- und Wohnimmobilien. In sechs aller zwölf Fälle wird entweder bezogen auf sowohl Gewerbe- als auch Wohnimmobilien oder im Rahmen einer Fokussierung auf Gewerbeimmobilien – dies ist bei fünf der zwölf betrachteten Konstrukte der Fall – nach einzelnen Immobilientypen oder sogar speziellen Untergruppen einzelner Immobilientypen getrennt. Über die Hälfte der Umfragen unterscheidet darüber hinaus auf regionaler Ebene zwischen Gewerbe- und Wohnimmobilien bzw. sogar zwischen einzelnen Immobilientypologien. Schließlich zeigt die Unterscheidung nach Flächen-, Investment- und Projektentwicklungsmarkt, dass fast alle polyinstitutionellen Umfragen auf eine Darstellung aller drei Märkte, also des Immobilienmarktes als Ganzes, abzielen. Unter den monoinstitutionellen Umfragen führt zumeist allein schon der Fokus auf eine besondere Gruppe zu einer inhaltlichen Konzentration auf einen oder maximal zwei der Märkte.

Die Fragenprogramme der erfassten Umfragen richten sich weitestgehend an unterschiedliche Gruppen von Marktteilnehmern. Die am häufigsten befragten Gruppen umfassten die Investoren, die Projektentwickler, die Fremdfinanzierer und die Makler. Insbesondere bei der letzten Gruppe muss jedoch beachtet werden, dass bei ihnen nicht von einer Verhaltensrelevanz ausgegangen werden kann, sie aber – unter anderem in den Augen der entsprechenden Verantwortlichen der DB Real Estate Survey of Leasing Sentiment – die beste verfügbare Möglichkeit darstellen, die Nachfrageseite auf dem Flächenmarkt abzubilden. Betrachtet man den jeweiligen Inhalt der Fragenprogramme, so zeigt sich, dass es sich bei dem am häufigsten erhobenen Informationstyp um Beurteilungen handelt, dicht gefolgt von den Erwartungen. In zwei Fällen erfolgte sogar eine Konzentration auf einen der beiden Informationstypen. Hingegen erhob lediglich ein Viertel der Institutionen neben Beurteilungen und/oder Erwartungen auch Pläne. Bezogen auf die in den Fragestellungen erhobenen Zeithorizonte fällt auf, dass in fast allen Fällen ein Zukunftsbezug vorliegt, während drei Viertel einen Bezug zur Gegenwart herstellen und in knapp über der Hälfte der Fälle der Vergangenheit ebenfalls eine Relevanz zugestanden wird. Insbesondere der Erwartungshorizont erweist sich als heterogen und umfasst überwiegend ein Jahr, häufig aber auch ein Quartal und im Einzelfall längere Zeiträume von drei bzw. bis zu zehn Jahren.⁸¹⁵ Unter den Antwortskalierungen kommen überwiegend ordinale Dreierskalierungen und ordi-

⁸¹⁵ Lange Zeiträume finden sich vor allem in Fragestellungen an Investoren und Projektentwickler.

nale Fünferskalierungen zum Einsatz, teilweise sogar gleichzeitig innerhalb desselben Fragenprogramms. Da die Fünferskalierungen in mehreren Fällen wie Dreierskalierungen ausgewertet werden, stellt sich die Frage nach dem Nutzen der betreffenden Fünferskalierungen. Ein Drittel der Fragebogen bezieht zusätzlich offene Fragestellungen ein, die auf die Angabe eines stetigen Wertes für eine bestimmte Variable abzielen. Lediglich zwei der Umfragen beinhalten darüber hinaus Fragestellungen mit Zweierskalierungen in Form der Antworten ja und nein. Die Hälfte der Koordinatoren legt die auf diese Weise strukturierten Fragenprogramme ihren jeweiligen Umfrageteilnehmern alle drei Monate vor. Lediglich ein Viertel führt die Umfrage in halbjährlichem Rhythmus durch und ein Sechstel beschränkt sich auf jährliche Durchführungen. Nur in einem Fall wurde ein monatlicher Erhebungsrhythmus gewählt.

Betrachtet man unter dem Gesichtspunkt der Antwort auf die Frage „wie“ die eingesetzten Methodiken, so offenbart sich ein sehr heterogenes Bild.⁸¹⁶ Der Umfang der Stichprobe an Teilnehmern fällt im Fall der polyinstitutionellen Umfragen tendenziell größer aus, was auf die zumeist breitere Abdeckung an Teilmärkten zurückgeht.⁸¹⁷ Die Stellungen der Befragten variieren ebenfalls, wobei – wie bereits angedeutet – in mehreren Fällen auf verfügbares Datenmaterial zurückgegriffen wurde und ohne erhöhten Aufwand nicht angestrebt werden konnte, Personen auf identischen Positionen in ihrem jeweiligen Unternehmen zu erreichen.⁸¹⁸ Immerhin ein Viertel der Koordinatoren scheint über einen Rücklauf zu verfügen, der groß genug ausfällt, um Antworten auch nach einzelnen Befragtengruppen oder sogar Untergruppen auszuweisen. Als etwas weniger variabel erweisen sich die grundsätzlichen Methodiken der Quantifizierung der Antworten. Wie die Tabellen von Seite 301 bis 306 im Anhang zeigen, kommt die Saldenmethode in fast der Hälfte der Fälle zum Einsatz. Beachtet man, dass bei zwei Umfragen die Salden berechnet, aber nicht ausgewiesen werden und dass zwei Institutionen gänzlich auf eine Quantifizierung der Ergebnisse verzichten, erhöht sich die Quote der Anwendung der Saldenmethode sogar auf sieben von elf Fällen.⁸¹⁹ In den meisten Fällen wurde der Saldo in naher – wenn auch möglicherweise unbewusster –

⁸¹⁶ Vielfach wurden nur in Teilbereichen Einblicke gewährt oder Informationen als vertraulich klassifiziert, so dass ein genauer Vergleich über alle Fallstudien hinweg nicht immer möglich ist.

⁸¹⁷ Bei dieser Betrachtung wurden nur diejenigen Umfragen miteinander verglichen, die sich auf einen geographisch vergleichbaren Raum beziehen und nicht auf die gesamten USA (FDIC Survey of Real Estate Trends, Korpacz Real Estate Investor Survey) bzw. auf mehrere asiatische Länder (JLL Investor Sentiment Survey Asia) gleichzeitig.

⁸¹⁸ Sicherlich stellt sich gerade in Bezug auf die Immobilienbranche die Frage, inwiefern es überhaupt möglich ist, die Stellung der Ansprechpartner angesichts der Intransparenz und Heterogenität der Unternehmen und ihrer Geschäfte zu homogenisieren.

⁸¹⁹ Eine der beiden Umfragen, die den Saldo zwar berechnen, aber nicht ausweisen, stellt ebenfalls eine der Umfragen dar, die gänzlich auf eine veröffentlichte Quantifizierung verzichten. Von daher ist das Verhältnis nicht 7/10, sondern 7/11.

Analogie zu der Methode des ifo Institut berechnet. Lediglich bei der Ermittlung des NZPI Confidence Indicator kam eine abgewandelte Form zum Einsatz, die im Vergleich zur ursprünglichen Methode einen starken Einfluss auf das konjunkturelle Aussageverhalten des Indikators nimmt. Außer der Saldenmethode wurden im Einzelfall noch weitere Methoden zur Quantifizierung einzelner Fragen eingesetzt, die jedoch, wie die vorangegangenen Diskussionen gezeigt haben, problembehaftet ausfielen.⁸²⁰ Zudem erwiesen sie sich als ebenso uneinheitlich wie die Methodiken, die bei der Aggregation der Ergebnisse für mehrere Fragen zur Anwendung kamen. Diesbezügliche Anstrengungen unternahmen fünf der zwölf Institutionen.

Fast alle der eingesetzten Methodiken beinhalteten die Erstellung einer Kennzahl in Form eines Index oder Indikators, der entweder eine oder mehrere Fragen zusammenfasste. Gewichtungen kamen dabei, sofern sie sich nicht auf die Quantifizierung einzelner Fragen bezogen, kaum zur Anwendung. Dieser Umstand kann jedoch auf die scheinbare Dominanz der Expertenbefragungen zurückgeführt werden, die im Gegensatz zu der klassischen Konjunkturumfrage eine Gewichtung nur in Teilbereichen erforderlich macht. Neben statistisch ermittelten Gewichten einzelner Fragen, die sich auf ein nationales Aggregat bezogen⁸²¹ fand bspw. der Wert der wohnungswirtschaftlichen und gewerblichen Baugenehmigungen Anwendung bei der Zusammenfassung regionaler Resultate zu einem nationalen Index. Alternativ wurde der Versuch unternommen, die Zahl der Befragten proportional an die Bedeutung der Region anzupassen, um auf diese Weise zu einem nationalen Ergebnis zu gelangen. Wie bereits angeführt, kann ein derartiges Vorgehen jedoch nur Sinn stiften, wenn keine Notwendigkeit besteht, regionale Erkenntnisse abzuleiten, da ansonsten deren statistische Eignung insbesondere auf Ebene der kleinen Regionen gefährdet würde. In einem Fall wurde der Versuch unternommen, dem Umstand Rechnung zu tragen, dass die Prognosequalitäten der Marktteilnehmer begrenzt ausfallen, so dass weiter entfernt liegende Erwartungshorizonte weniger stark gewichtet wurden als näher liegende.

Inwiefern die dargestellte Fülle an unterschiedlichen Ansätzen die Prognosequalität des abgeleiteten Indikators erhöhen konnte, war im Rahmen des Fallstudienvergleichs nicht ermittelbar, da fast keiner der Koordinatoren den Versuch unternommen hatte,

⁸²⁰ In manchen Fällen gleichen die Methodiken prinzipiell der Saldenmethode, jedoch entstehen Probleme durch die spezielle Form der Anwendung. Dieser Fall liegt bspw. beim Texas RECI und dem Washington RECI vor, die durch die Zuweisung eines Wertes von 1 für positive Antworten und eines Wertes von -1 prinzipiell ähnlich vorgehen, jedoch alle Fragen gleichzeitig auszählen, anstatt fragenweise zu aggregieren. Dass sich die in den Fragen jeweils erhobenen Phänomene inhaltlich unterscheiden, behindert hierbei die Aussagekraft.

⁸²¹ Der Kontext beeinflusst in jedem Fall auch die Notwendigkeit und Sinnhaftigkeit von Gewichtungen.

die prognostische Güte des jeweiligen Konstruktes zu überprüfen. Einzig und allein der MFA Indicator der Medium-Term Forecasting Associates aus Südafrika war einem umfassenden Test gemäß den Kriterien des NBER unterzogen worden. Als günstig erwies sich in diesem Zusammenhang der Umstand, dass Snyman die betreffenden Zeitreihen nicht selbst erheben musste, sondern auf bereits vorhandenes und statisch besonders hochwertiges Datenmaterial zurückgreifen konnte. Im Fall des Washington Real Estate Confidence Index wurde zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieser Dissertation eine erste Reihe einfacher Korrelationstests unternommen, die für den Wohnungsmarkt eine gewisse Vorlaufeigenschaft auf aggregierter, nicht aber auf weiter untergliederter Ebene nachweisen konnte. Als noch bemerkenswerter als das Resultat des Tests an sich erwiesen sich jedoch die dabei eingesetzten Zeitreihen, da Crellin die Ansicht vertrat, dass die Aussagen für jede der befragten Gruppen nur isoliert auf ihre prognostische Güte untersucht werden können und nicht im Aggregat. Die PMA Survey of Investor Preference stellt die letzte Umfrage dar, die auf ihre Prognosefähigkeit getestet wurde. Das Resultat zeigte, dass zwischen den Plänen der Investoren und den tatsächlichen Marktbewegungen ein halbes Jahr später ein statistisch signifikanter Zusammenhang besteht. Berücksichtigt man in diesem Zusammenhang die Aussagen von Abbildung 7, so liegt die Vermutung nahe, dass der Vorlauf bei stärkerer Berücksichtigung von Beurteilungen potenziell größer hätte ausfallen können. Angesichts bisher nicht erfolgter statistischer Untersuchungen anderer Indikatoren ist über die Richtigkeit dieser Annahme kein abschließendes Urteil möglich. Es ist zudem fraglich, ob entsprechende Untersuchungen zukünftig stattfinden werden. Zumindest für die drei Umfragen, deren Durchführung eingestellt wurde, kann die Frage verneint werden. Von Koordinatoren anderer Umfragen wurde betont, dass ein unter wissenschaftlichen Gesichtspunkten einwandfreies Vorgehen nicht im Zentrum ihres Interesses stehe.

In Ermangelung genauerer Erkenntnisse bezüglich der Übereinstimmung der Indizes und Indikatoren mit den Anforderungskriterien des NBER war in fast allen Fällen eine Beschränkung auf eine ex ante Untersuchung derjenigen Kriterien notwendig, die einer qualitativen Beurteilung zugänglich sind. Wie bereits angeführt, tendiert die Mehrzahl der internationalen Umfragen zu einer Beantwortung der Frage nach dem „warum“ unter Rückgriff auf eine Expertenbefragung. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass eine derartige Interpretation in manchen Fällen nicht auf eine vorsätzliche Ausrichtung der Umfrage als Expertenbefragung zurückging, sondern auf eine mangelnde Eignung des Konstruktes als klassische Konjunkturumfrage. Damit einhergehen zwangsläufig die Frage nach der Qualifiziertheit der Experten und nach ihren Möglichkeiten, den

aufgrund der Breite der jeweiligen Fragenkataloge teilweise sehr hohen an sie gestellten Anforderungen gerecht zu werden. Sie gewinnt vor allem in den Fällen zusätzlich an Gewicht, in denen die Zahl der Umfrageteilnehmer und damit das Potenzial an kollektivem Expertenwissen relativ gesehen gering ausfallen.

Betrachtet man die impliziten Antworten auf die Frage nach dem „wer, wo, wann“, so zeigt sich zunächst unter dem Kriterium der statistischen Eignung, dass die gewählte Methodik in den meisten Fällen nicht spezifisch an die Besonderheiten des betrachteten Immobilienmarktes angepasst war und somit einer Übertragung der Vorgehensweisen auf den deutschen Immobilienmarkt nichts im Wege steht. Dasselbe gilt für die Aktualität der Zeitreihen, da vierteljährliche Erhebungszeiträume überwiegen, was angesichts der Erkenntnisse aus Abschnitt 2.2 adäquat erscheint. Probleme entstehen erst seitens der Konjunkturkonformität, des Verlaufs an den Umkehrpunkten und der Verlaufsglätte der Konstrukte, da diese Kriterien in fast keinem der vorliegenden Fälle statistisch überprüft worden sind. An dieser Stelle wird die eigentliche Problematik der inhaltlichen Begrenztheit der verfügbaren Fallstudien offenbar. Die Frage nach der besonderen Eignung einzelner Konstrukte bzw. nach der Dominanz bestimmter Methodiken für die Erstellung eines qualitativen Konjunkturindikators auf Immobilienmärkten kann in Ermangelung statistischer Überprüfungen nicht abschließend beantwortet werden. Dies wäre erst im Rahmen einer ex post erfolgenden Überprüfung der Kriterien des NBER möglich.

Die Aussagekraft der Erkenntnisse aus einer Gegenüberstellung der einzelnen Fallstudien fällt damit gleichermaßen eingeschränkt wie reichhaltig aus. Zum einen limitiert die Tatsache, dass methodisch klar strukturierte qualitative Konjunkturindikatoren mit erwiesener prognostischer Aussagekraft auf Immobilienmärkten bisher überwiegend eine Randerscheinung darstellen, das Wissen, auf das bei der Erstellung eines qualitativen vorlaufenden Konjunkturindikators für Deutschland zurückgegriffen werden kann. Auf der anderen Seite betont es aber die Notwendigkeit, sich mit diesem in anderen Bereichen mit Erfolg eingesetzten Prognoseinstrument näher zu beschäftigen und damit der eingangs zitierten Aufforderung Folge zu leisten, qualitative Prognoseansätze auf Immobilienmärkte zu übertragen.

Im bisherigen Verlauf dieses Kapitels wurde zunächst das Forschungsobjekt definiert, die Forschungsfragen formuliert und eine angemessene Anzahl an Fallstudien identifiziert. Es folgten die Analyse der jeweiligen internen Konsistenz und Methodik sowie ein fallstudienübergreifender Vergleich der vor dem Hintergrund der vorliegenden Arbeit wichtigsten Aspekte. Im Rahmen der fallstudienbezogenen Vorgehensweise von Ei-

senhardt fehlen noch zwei weitere Prozessschritte, um das gewonnene Wissen zu kondensieren und zu validieren.⁸²² Es handelt sich dabei erstens um die Überführung der gewonnenen Erkenntnisse in Hypothesen bezüglich der Beschaffenheit eines qualitativen vorlaufenden Konjunkturindikators und – soweit notwendig – um den Abgleich der Hypothesen mit in der relevanten Literatur verbreiteten Erkenntnissen.

Folgende Hypothesen konnten im Verlauf der Fallstudienanalyse gewonnen werden:

- Die Erstellung und Koordination eines qualitativen Konjunkturindikators auf Immobilienmärkten erweist sich als komplexe Aufgabe mit hohem Zeit- und Kostenaufwand. Die die Umfrage durchführende Institution sollte daher idealerweise ihr Kerngeschäft im Bereich der immobilienökonomischen Markt- und Konjunkturforschung angesiedelt haben.
- Immobilienbezogene Konjunkturmfragen finden überwiegend auf Gewerbeimmobilienmärkten Anwendung, wobei eine Differenzierung nach unterschiedlichen Gewerbeimmobilientypen erstrebenswert ist. In regionaler Hinsicht eignet sich ein Fokus auf Städte oder erweiterte Stadtgebiete. Sofern es die Anzahl und Qualifiziertheit der Befragten zulässt, sollten regionale und typologische Aspekte kombiniert werden, um ein präziseres Abbild des Phänomens Immobilienkonjunktur zu erzielen.
- Ob die immobilienbezogene Konjunkturmfrage in gleichem Maße Informationen über Flächen-, Investment- und Neubaumärkte generiert bzw. generieren kann, wird in erster Linie durch die Natur der Befragten bestimmt. Das Ziel der Umfrage determiniert daher nicht nur die Art der betrachteten Märkte, sondern auch die zu befragenden Institutionen und Personenkreise.
- In institutioneller Hinsicht eignen sich Investoren, Fremdfinanzierer, Projektentwickler und Makler in besonderer Weise als Teilnehmer an einer immobilienbezogenen Konjunkturmfrage. Sofern es die Anzahl und Repräsentativität der Teilnehmer zulässt, ist ein Ausweis der Antworten nach den befragten Gruppen anzustreben.
- Um die prognostische Güte eines qualitativen Konjunkturindikators zu gewährleisten, ist es notwendig, einerseits die Gestaltung des Fragenprogramms und andererseits die Auswahl der Teilnehmer präzise auf eine Expertenbefragung oder auf eine klassische Konjunkturmfrage auszurichten. Nachteilig wirken sich hier sowohl eine Vermischung der speziellen Fragentypen als auch eine Inkon-

⁸²² Vgl. Eisenhardt (1989), S. 533.

sistenz hinsichtlich der Positionen der Teilnehmer in ihren jeweiligen Unternehmen aus, die vermeidbar gewesen wären.⁸²³

- Als Informationstyp sind vorrangig Beurteilungen und Erwartungen zu erheben. Ein Erwartungshorizont von zwölf Monaten erweist sich in diesem Zusammenhang als besonders geeignet.
- Auf Immobilienmärkten stellen vierteljährliche Umfragen die Regel dar, während monatliche Umfragen zur Konjunkturbeobachtung nur vereinzelt durchgeführt werden. Um eine angemessen hohe Rücklaufquote zu sichern, muss der Zusammenhang zwischen dem Umfang des Fragebogens und der Häufigkeit der Erhebung berücksichtigt werden. Eine absolute Aussage kann daher nicht getroffen werden.
- Die dominierende Form der Quantifizierung von Fragenergebnissen stellt auch bei immobilienbezogenen Konjunkturumfragen die Saldenmethode dar.

Der letzte Schritt in der Methodik von Eisenhardt – der Abgleich der aufgestellten Hypothesen vor dem Hintergrund in der Literatur vorherrschender Erkenntnisse – erfolgt nicht in diesem Kapitel. Stattdessen fließt er im nächsten Kapitel zusammen mit den Erkenntnissen aus Kapitel 2 und Kapitel 3 in die Ableitung eines Real Estate Confidence Indicator für den deutschen Immobilienmarkt ein.

⁸²³ Die Möglichkeit, zu kontrollieren, welche Personenkreise tatsächlich den Fragebogen ausfüllen, steht nur eingeschränkt über Sonderbefragungen zur Verfügung.

5 Der deutsche Real Estate Confidence Indicator

5.1 Vorbemerkung und Definition

Katona unterscheidet zwischen drei Stadien der Erforschung des prognostischen Erklärungswertes von Beurteilungen und Erwartungen. Das erste Stadium beinhaltet die Entwicklung von Hypothesen bezüglich des verhaltensbezogenen Zusammenhanges zwischen Informationen und Handlungen und war Gegenstand des Abschnitts 3.2. Das zweite Stadium umfasst die Entwicklung von Methoden und Instrumenten, die dem Zweck dienen, die verhaltensbezogenen Aspekte und ihre Veränderungen im Zeitablauf zu messen. Während das Kapitel 4 im Allgemeinen und Abschnitt 4.4. im Besonderen die Grundlagen dafür gelegt haben, steht das zweite Stadium vor allem im Zentrum der Aufmerksamkeit der folgenden Ausführungen. Das dritte Stadium der Erforschung schließlich befasst sich mit der Überprüfung der anfangs abgeleiteten Hypothesen in unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus.⁸²⁴ Um auch das dritte Stadium durchlaufen zu können, wäre es notwendig, einen immobilienbezogenen qualitativen Konjunkturindikator bei quartalsweiser Durchführung über einen Zeitraum von mindestens sechs bis acht Jahren zu erheben. Nur in diesem Fall würde die Länge der Zeitreihe den statistischen Anforderungen entsprechender Tests gerecht werden. Da jenes letzte Stadium die Möglichkeiten der vorliegenden Arbeit überschreitet, beschränken sich die nachfolgenden Betrachtungen auf das zweite Stadium. Bevor im vorliegenden Abschnitt jedoch die Grundzüge eines Geschäftsklimaindiktors für den deutschen Immobilienmarkt erarbeitet werden können, ist es notwendig, dem Konstrukt eine genaue Zielsetzung zu verleihen. Sie bildet den Ausgangspunkt der so genannten Adäquation, d.h. der Überführung einer theoretisch abgegrenzten Zielgröße mit einem als existent vorausgesetzten, wahren Wert in ein messbares Surrogat mit präzise definierten Merkmalen, die einer realen Erhebung zugänglich sind. Zwar lässt sich hier eine Diskrepanz zwischen dem theoretischen und dem messbaren Begriff nicht vermeiden, jedoch muss der Versuch unternommen werden, diese auf ein Minimum zu reduzieren.⁸²⁵

⁸²⁴ Vgl. Katona (1975), S. 85.

⁸²⁵ Im Fall von Konjunkturmfragen ist das Ausmaß der Abweichung aufgrund der bereits erläuterten Unmöglichkeit, einen statistischen Fehler zu berechnen, eher konzeptionell als empirisch zu verstehen. Auch kann bei der Erhebung von Erwartungsgrößen nicht von der Existenz eines wahren, vom Befragten unabhängigen Wertes ausgegangen werden. Vgl. Güntzel (1994), S. 28-35.

Die Ausführungen in Punkt 3.2.2 demonstrieren eindringlich die Notwendigkeit, den psychologischen Faktor auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt operationalisierbar zu gestalten. Er wird für die weitere Vorgehensweise folgendermaßen definiert:

„Der psychologische Faktor umfasst diejenigen Impulse, die sowohl im physischen als auch im finanziellen Immobilienzyklus aufgrund von limitierter Informationsverfügbarkeit und/oder eingeschränkter Rationalität entstehen und auf den konjunkturellen Verlauf der jeweils maßgeblichen Zeitreihen einwirken“.

Dabei stellt sich in einem ersten Schritt die Frage, welche Verfahren grundsätzlich für die Messung des psychologischen Moments und die Prognose von erwartungsindizierten konjunkturellen Schwankungen zur Verfügung stehen. Der erste Weg besteht in der Erhebung der realen Determinanten der Erwartungen und der zweite in der Erhebung der Erwartungen selbst. Wollte man den ersten Weg beschreiten, so wären drei Probleme zu lösen. Erstens werden Erwartungen – besonders auf Immobilienmärkten – durch eine große und wechselhafte Vielfalt von harten und weichen Fakten determiniert, die dem Konjunkturforscher unbekannt sind. Zweitens erweist sich der Prozess der Informationsverarbeitung, mit dessen Hilfe aus den harten und weichen Fakten Erwartungen abgeleitet werden, als unklar und unterliegt im Zeitablauf Wandlungen.⁸²⁶ Drittens ist anzunehmen, dass die überwiegend privaten Informationen, auf die die Wirtschaftssubjekte zurückgreifen und die die Erwartungen determinieren, dem Konjunkturforscher nicht zur Verfügung stehen. Angesichts dieser Schwierigkeiten erweist sich die direkte empirische Erhebung der Erwartungen als einzige Möglichkeit, erwartungsinduzierte konjunkturelle Entwicklungen zu messen. Die Konstruktion eines qualitativen Immobilienkonjunkturindikators stellt demnach die einzig mögliche Form der Messung des psychologischen Faktors dar.

In Übereinstimmung mit den definitorischen Grundlagen in Punkt 2.2.1 und in Anlehnung an die Begrifflichkeiten der OECD wird für die Beschreibung des zu erstellenden Konjunkturindikators der Begriff eines Real Estate Confidence Indicator (RECI) gewählt. In der Literatur findet sich weder unter diesem Schlagwort noch unter den vielfältigen Namen, die zur Bezeichnung der jeweiligen internationalen qualitativen Immobilienkonjunkturindikatoren in Kapitel 4 eingesetzt wurden, eine aussagekräftige

⁸²⁶ Vgl. Pilder (1984), S. 68f.

Definition.⁸²⁷ Im Folgenden soll daher eine Definition für den Real Estate Confidence Indicator abgeleitet werden. Der englische Begriff „real estate“ bedeutet übersetzt „Immobilie“ oder „Grundbesitz“. „Confidence“ bedeutet „Vertrauen“ und bezeichnet damit die Erwartungshaltung in einer wirtschaftlichen Situation, in der es notwendig ist, sich auf Informationen und Verhaltensweisen zu verlassen, deren Zuverlässigkeit nicht zweifelsfrei überprüfbar ist.⁸²⁸ „Indicator“ wird in Analogie zu den oben angeführten Klassifikationen für Konjunkturindikatoren als qualitativer vorlaufender konjunktureller Gesamtindikator interpretiert.

Angesichts dieser vorliegenden Begrifflichkeiten sind vier Ergänzungen vorzunehmen. Erstens fehlt den o.g. Begriffen die Bezugsgruppe, für die an dieser Stelle die Bezeichnung „Marktteilnehmer“ vorgeschlagen wird. Zweitens sind nicht einzelne „Immobilien“ Erkenntnisgegenstand der identifizierten RECI, sondern die Immobilien-Teilmärkte. In Anbetracht der Tatsache, dass sich die Aktivitäten der Marktteilnehmer in Deutschland aus den in Punkt 3.2.2.2 genannten Gründen vor allem auf diejenigen Teilbereiche des Immobilienmarktes konzentrieren, die in besonderem Maße transparent sind, erscheint eine nähere Eingrenzung angebracht. Im Folgenden werden daher nur diejenigen Teilmärkte betrachtet, die im Allgemeinen unter dem Begriff des institutionellen Immobilienmarktes subsumiert werden, da sie das von den Marktteilnehmern als besonders maßgeblich angesehene und am meisten beachtete Segment des Immobilienmarktes darstellen.⁸²⁹ Drittens fehlt eine adäquate Angabe über den Typ der erhobenen Information, weswegen an dieser Stelle die Begriffe Erwartung und Beurteilung eingeführt werden.⁸³⁰ Schließlich kann es sich viertens aufgrund der zeitlich begrenzten prognostischen Reichweite von Konjunkturindikatoren⁸³¹ nur um Erwartungen für die kurz- bis mittelfristige konjunkturelle Entwicklung des Immobilienmarktes handeln. Im Rahmen einer eigenen Definition wird ein RECI zusammenfassend wie folgt beschrieben:

⁸²⁷ Als aussagekräftig wird in Übereinstimmung mit Güntzel eine Definition bezeichnet, die einerseits die Datengrundlage nennt, aus der der Indikator gebildet werden soll und andererseits den Zweck anführt, dem der qualitative Konjunkturindikator zu dienen hat. Vgl. Güntzel (1994), S. 22. Definiert wurde bisher lediglich die Bedeutung der Abkürzung RECI, die, alternativ zu der für diese Studie maßgeblichen Beschreibung eines Real Estate Confidence Indicator, als Bezeichnung für einen immobilienbezogenen quantitativen Konjunkturindikator, einen Real Estate Cycle Indicator, vorgeschlagen wird. Vgl. Witkiewicz (2002), S. 70.

⁸²⁸ Vgl. Bruhn/Homburg (2001), S. 766.

⁸²⁹ Erstens geht damit ein größeres Interesse der Marktteilnehmer an dem Konstrukt eines Real Estate Confidence Indicator und eine höhere Bereitschaft zur Teilnahme an der dazugehörigen Umfrage einher. Zweitens würde ein Einbezug aller mit Immobilien beschäftigten Individuen nicht durchführbar sein. Drittens kann – sofern sich das Konzept eines RECI als erfolgreich erweist – der Umfang der Umfrage jederzeit ausgeweitet werden.

⁸³⁰ Wie bereits erläutert, ist es die Kombination von Beurteilungen und Erwartungen, die einen Stimmungsindikator ausmacht.

⁸³¹ Vgl. Nierhaus (1999b), S. 17.

„Ein Real Estate Confidence Indicator ist ein statistisches Instrument, das zu der Gruppe der vorlaufenden, qualitativen konjunkturellen Gesamtindikatoren gehört. Es drückt die Beurteilungen der Marktteilnehmer bezüglich der aktuellen Geschäftslage am institutionellen Immobilienmarkt sowie ihre kurz- bis mittelfristigen Geschäftserwartungen aus und ermöglicht dadurch Rückschlüsse auf Entwicklungstendenzen im physischen und im finanziellen Immobilienzyklus. Idealerweise können die durch den Indikator bereitgestellten Informationen nach Regionen, Immobilientypen und Gruppen von Marktteilnehmern unterteilt werden.“

Der Prozess der Adäquation umfasst in der Regel nach der Erarbeitung der definitorischen Kennzeichnung des theoretischen und des messbaren Begriffes als nächstes den Entwurf eines Arbeitssystems, das „nach Inbetrachtziehung aller für die Planung verfügbaren Informationen sowie der verfügbaren finanziellen und zeitlichen Ressourcen die Ziele der Erhebung“⁸³² bestmöglich realisierbar macht. Bei den nachfolgenden Ausführungen handelt es sich um grundlegende Gedanken, die lediglich am Beispiel des deutschen Gewerbeimmobilienmarktes die theoretische Basis für eine möglicherweise zu einem späteren Zeitpunkt erfolgende Implementierung des Konzeptes darstellen. Aus diesem Grund wird davon abgesehen, ein genaues Arbeitssystem zu entwerfen und dabei die Fiktion präziser finanzieller, personeller, organisationsbedingter oder anderweitig beschaffener Handlungsspielräume mit in die Betrachtungen einzubeziehen. Im Folgenden werden Schwerpunkte auf die Suche nach einer adäquaten Zielzeitreihe, die Identifikation geeigneter Teilnehmergruppen, die Auswahl maßgeblicher regionaler und typologischer Immobilienmärkte sowie das Fragenprogramm gelegt. Alle genannten Aspekte werden im Rahmen einer umfassenden Erarbeitung der Methodik des Indikators zusammengeführt. Es folgt eine kritische Untersuchung der Ergebnisse, die sowohl die zu erwartenden Einschränkungen als auch den wahrscheinlichen Nutzen berücksichtigen.

⁸³² Güntzel (1994), S. 31.

5.2 Konzeption

5.2.1 Zielzeitreihe

5.2.1.1 Vorbemerkung

Die Konzeption eines RECI hat der Tatsache Rechnung zu tragen, dass der Indikator dem Zweck dient, die kurz- bis mittelfristige Entwicklung einer oder mehrerer Zeitreihen zu prognostizieren, die die gegenwärtige konjunkturelle Situation auf den betrachteten Teilmärkten des Immobilienmarktes in Deutschland abbilden.⁸³³ Die Ableitung einer adäquaten Zielzeitreihe bildet dementsprechend den Ausgangspunkt der Betrachtungen.⁸³⁴ Eine in diesem Zusammenhang wichtige Abweichung von der Vorgehensweise des ifo Instituts ergibt sich aus der im vorangegangenen Abschnitt erarbeiteten Fokussierung auf lediglich einen Teil des Immobilienmarktes, den institutionellen Gewerbeimmobilienmarkt. Das Wirtschaftsforschungsinstitut verfolgt demgegenüber mit seiner Branchenforschung im Regelfall das Ziel, den Beitrag einer gesamten Branche zur konjunkturellen Entwicklung der Volkswirtschaft in Form der Wertschöpfung zu messen und zu prognostizieren. Die Wertschöpfung der gesamten Immobilienbranche wird jedoch von der amtlichen Statistik nicht ausgewiesen und bleibt damit unbekannt. Zudem erweisen sich aggregierte Aussagen für den Immobilienmarkt insgesamt aus den in Punkt 3.1.2 angeführten Gründen für die Marktteilnehmer als nur begrenzt nützlich.⁸³⁵ Aufgrund der starken Heterogenität der Branche kommt daher der maximalen Disaggregationsfähigkeit der betreffenden Zielzeitreihe eine besondere Rolle zu. Außerhalb des bereits als relativ intransparent zu charakterisierenden institutionellen Immobilienmarktes bestehen kaum Zeitreihen, die diesem Anspruch gerecht werden können.⁸³⁶ Auch aus Gründen der Informationsverfügbarkeit muss daher eine Konzentration angestrebt werden.

Um die Angemessenheit einer Zielzeitreihe als gleichlaufender Konjunkturindikator für Immobilienmärkte zu überprüfen, müssen prinzipiell ebenfalls die Anforderungskriterien des NBER zur Anwendung kommen. Dabei entsteht jedoch die Problematik, dass unklar ist, an welcher etablierten Zeitreihe die Qualität der Zielzeitreihe gemessen werden kann. In Ermangelung dieser etablierten Zeitreihe ist in Deutschland eine

⁸³³ Vgl. Bahr (2000), S. 27; Lindlbauer (1995a), S. 70-75; Lindlbauer (1989), S. 142.

⁸³⁴ Dieser Aspekt wurde leider von nahezu allen Koordinatoren internationaler qualitativer Immobilienkonjunkturindikatoren vernachlässigt, da sie die Umfragen konzeptionell nicht von Anfang an auf die Prognose bestimmter Zielzeitreihen ausgerichtet hatten.

⁸³⁵ Dies gilt selbstverständlich nicht für ein volkswirtschaftliches Institut.

⁸³⁶ Bspw. sind die Anlageaktivitäten von privaten Investoren weitgehend unbekannt. Vgl. Deutsche Immobilien Datenbank (2001), S. 15.

diesbezügliche Untersuchung nicht möglich. Einen theoretisch einwandfreien Ausweg bietet die Konstruktion einer synthetischen konjunkturellen Zielzeitreihe, an der sich die Vor-, Gleich- oder Nachlaufeigenschaften eines Konjunkturindikators messen lassen.⁸³⁷ In Großbritannien umging die Royal Institution of Chartered Surveyors den damit verbundenen Aufwand, indem sie mit Hilfe der in Punkt 3.1.2 angeführten Definition des Immobilienzyklus konzeptionell festsetzte, dass die Gesamtrendite in gleichem Maße für den physischen und den finanziellen Immobilienzyklus repräsentativ sei und die konjunkturellen Wendepunkte am Immobilienmarkt zum Ausdruck bringe.⁸³⁸ Diese methodisch und inhaltlich unbefriedigende Lösung bietet zumindest einen Ausgangspunkt für die Suche nach einer Zielzeitreihe in Deutschland.

5.2.1.2 Zeitreihen für beide Zyklen

Unterstellt man, dass die inflationsbereinigte Gesamtrendite eine adäquate Zielzeitreihe darstellt,⁸³⁹ so kann sich ein RECI allein auf den Deutsche Immobilien Index (Dix) als Total-Return-Index bzw. Performanceindex,⁸⁴⁰ beziehen.⁸⁴¹ Dass der Dix die relevanten Märkte abbildet, kann als erfüllt gelten, da er in seine Berechnung eine Variable des physischen Immobilienzyklus – die durch die Nettocashflowrendite erfassten Veränderungen der Mietpreise – sowie eine Variable des finanziellen Immobilienzyklus – die über die Wertänderungsrendite abgebildeten Verkehrswerte als Näherung für die am Markt erzielten Transaktionspreise⁸⁴² – einbezieht und somit von beiden beeinflusst

⁸³⁷ Vgl. Interview Nerb (2002), Anhang. Beispiele für synthetische Zeitreihen zur Messung der Konjunktur finden sich vor allem im US-amerikanischen Raum und gehen ursprünglich auf die Arbeiten von Burns und Mitchell – vgl. Burns/Mitchell (1964); Mitchell (1961) – zurück. Im Mittelpunkt stehen hierbei einerseits der so genannte Referenzzyklus, der der Messung der Wendepunkte dient, und andererseits der Diffusionsindex, der die Amplitude der Konjunkturbewegung zum Ausdruck bringt. Beide Maßstäbe sind synthetischer Natur, da sie keine originären Indikatoren wirtschaftlicher Aktivität darstellen, sondern aus den als konjunkturrelevant eingestuften Zeitreihen abgeleitet wurden. Vgl. Tichy (1994), S. 13. Das Verfahren setzt somit bereits eine Kenntnis derjenigen Reihen voraus, die die Konjunktur beeinflussen. Grundlage für die Erstellung eines Referenzzyklus ist die Vorstellung, dass die Bewegungen der betrachteten Zeitreihen zwar Unterschiede aufweisen, ihre Wendepunkte jedoch um gewisse Zeitpunkte herum gehäuft auftreten. Daher ist eine Aggregation der einzelnen Wendepunkte zu generellen konjunkturellen Wendepunkten im Referenzzyklus möglich, die eine Einteilung der einzelnen Indikatoren in vor-, gleich- und nachlaufende Indikatoren erlaubt. Vgl. Assenmacher (1998), S. 20-26; Lucke (1996), S. 4; Tichy (1994), S. 13-15.

⁸³⁸ Vgl. Key et al. (1994), S. 7-9.

⁸³⁹ Vgl. Key et al. (1994), S. 17. Eine darüber hinausgehende Transformation der Zeitreihe kann unterbleiben, da es sich bei der Gesamtrendite um ein relatives Maß handelt.

⁸⁴⁰ Ein Total-Return-Index bildet den Total Return eines für den Gesamtmarkt repräsentativen Immobilienportfolios ab. Die Begriffe Total-Return-Index und Performanceindex werden synonym verwendet. Vgl. Thomas (1997), S. 2.

⁸⁴¹ Zwar bezwecken auch andere am deutschen Immobilienmarkt etablierte Indizes die Abbildung des Total Return, jedoch weisen diese jeweils Schwachpunkte auf, die sie als Total-Return-Indizes disqualifizieren. Vgl. Thomas (1997), S. 152f.

⁸⁴² Da Daten über tatsächliche Transaktionen im Regelfall nicht in ausreichendem Maße zur Verfügung stehen, erfolgt die Performanceermittlung bei Immobilien im allgemeinen auf Basis von Bewertungen; vgl. Thomas (1997), S. 160-162; Fisher/Webb (1992), S. 216.

wird. Darüber hinaus erweist sich als vorteilhaft, dass der Dix explizit den institutionellen Immobilienmarkt abbildet und dabei Informationen auf Regions- und/oder Objekttypbasis liefert.⁸⁴³ Ebenfalls kann davon ausgegangen werden, dass der Dix aufgrund seiner ausgefeilten Konstruktionsweise, seines Repräsentationsgrades von 53% des institutionellen Investmentmarktes im Jahre 2004⁸⁴⁴ und der namhaften Gesellschafter der ihn erstellenden Institution von den Marktteilnehmern akzeptiert würde. Schließlich handelt es sich beim Dix um ein methodisch anspruchsvolles Konstrukt, da er in Übereinstimmung mit den in Großbritannien seit langem am Markt etablierten Indizes der IPD konstruiert wurde.⁸⁴⁵

Probleme ergeben sich seitens des Erscheinungsrhythmus, da der Dix nur im jährlichen Turnus veröffentlicht wird, was für die Abbildung von konjunkturellen Wendepunkten nicht ausreicht. Auch eine mittelfristig angestrebte vierteljährliche oder sogar monatliche Ermittlung,⁸⁴⁶ dürfte diese Problematik nicht beheben, da die Grundstücksmarktberichte der Gutachterausschüsse für Grundstückswerte, die für Immobilienbewerter eine wichtige Informationsquelle bei der Erstellung von Wertgutachten darstellen,⁸⁴⁷ ebenfalls nur einmal im Jahr aktualisiert werden.⁸⁴⁸ Auch ohne diese Erschwernis muss die konjunkturelle Reagibilität des Dix bezweifelt werden, da die Nettocashflowrendite das Resultat von in der Vergangenheit abgeschlossenen Mietverträgen darstellt. In der Regel erfolgt hier keine periodische Anpassung der Vertragsmiete an die aktuelle Marktmiete, so dass der Index nicht die gegenwärtige Situation am Flächenmarkt wiedergibt. Zwar könnte angenommen werden, dass die gegenwärtige Marktmiete direkten Eingang in die periodische Bewertung des jeweiligen Objektes findet, so dass eine mangelnde Anpassung der Nettocashflowrendite durch die Anpassung der Wertänderungsrendite kompensiert wird. Diese theoretisch plausible Annahme erweist sich jedoch praktisch als unwahrscheinlich, wenn man bedenkt, dass zur Bewertung der Immobilien des Indexportfolios – wie oben bereits kritisch angemerkt – vor allem das deutsche Ertragswertverfahren angewendet wird,⁸⁴⁹ das den Ansatz von

⁸⁴³ Vgl. Deutsche Immobilien Datenbank (2001), S. 30-32.

⁸⁴⁴ Vgl. Manginas (2005), S. 3.

⁸⁴⁵ Vgl. Hübner (2002), S. 26. Für eine ausführliche Darstellung der Konstruktionsweise des Dix vgl. Thomas (1997), S. 247-321.

⁸⁴⁶ Vgl. Hübner (2002), S. 26.

⁸⁴⁷ Bei vielen Immobilienbeständen wird die Entwicklung der Immobilienwerte in Ermangelung tatsächlicher Transaktionen durch Sachverständige für Immobilienbewertung bestimmt. Insofern haben Immobilienbewertungen einen großen Einfluss auf die Entwicklung des Dix.

⁸⁴⁸ Vgl. Reichel (2005c), S. 37. Bulwien weist darüber hinaus explizit auf die Gefahr hin, dass die darin enthaltenen Daten nicht die aktuelle Marktsituation wiedergeben. Vgl. Bulwien (2004), S. 133.

⁸⁴⁹ Vgl. Thomas (1997), S. 200.

nachhaltig erzielbaren Mieten und nicht von aktuellen Marktmieten verlangt.⁸⁵⁰ Hinzu kommen die in Punkt 3.2.2.1 und 3.2.2.2 diskutierten, mit der Immobilienbewertung im Allgemeinen und insbesondere in Deutschland verbundenen Probleme. Im Resultat muss daher angezweifelt werden, ob ein Performanceindex wie der Dix in angemessener Weise ein zeitnahes Abbild gegenwärtiger konjunktureller Entwicklungen sein kann.⁸⁵¹

Am anderen Ende der Skala der Möglichkeiten rangiert der in Punkt 4.2.3 aufgezeigte Ansatz von Crellin, der die Ansicht vertritt, dass nicht eine einzige Zielreihe als Abbild der Aktivitäten aller Gruppen möglich ist, sondern dass jede einzelne befragte Gruppe die Auswahl einer individuellen Zielzeitreihe erfordert. Ein derartiger Ansatz unterwirft implizit die Zielsetzung der Methodik. An dieser Stelle soll jedoch die Methodik der Zielsetzung dienen, in diesem Fall der Messung des psychologischen Faktors sowohl im physischen als auch im finanziellen Immobilienzyklus. Da neben der Gesamtrendite keine weiteren Indikatoren bestehen, die in geeigneter Weise Einflüsse beider Zyklen integrieren, wird im Folgenden nach unterschiedlichen Zeitreihen gesucht, die jeweils repräsentativ für einen der beiden Zyklen sind.

5.2.1.3 Zeitreihen im physischen Immobilienzyklus

In Punkt 3.1.3.1 wurden zwei bedeutsame Variablen des physischen Immobilienzyklus vorgestellt, die natürliche Leerstandsrate und das reale Mietpreiswachstum, die gemeinsam die Hauptdeterminanten des regelmäßigen Kapitalflusses aus einem Engagement in Immobilien darstellen.⁸⁵² Zwischen ihnen besteht eine wichtige Verbindung, da der Bestand an kurzfristig verfügbaren Flächen einen maßgeblichen Einfluss auf die Entwicklung der Mieten ausübt.⁸⁵³ Dabei ist nicht die Höhe der natürlichen Leerstandsrate selbst, sondern die Differenz zwischen der bestehenden Leerstandsrate und der langfristigen, natürlichen Leerstandsrate von Bedeutung.⁸⁵⁴ Zwar weist die Differenz einen zeitlichen Vorlauf zum realen Mietpreiswachstum auf, der Anpassungsprozess

⁸⁵⁰ Eine derartige Formulierung legt eher eine langfristige Trend- als eine kurzfristige Konjunkturbetrachtung nahe. Akzeptiert man jedoch, dass Mietwachstum einen konjunkturellen Verlauf aufweist, dann dürfte die gegenwärtige Marktmiete somit nur im Ausnahmefall der nachhaltig erzielbaren Miete entsprechen.

⁸⁵¹ So zeigt er bspw. die gegenwärtige konjunkturelle Baisse nur mit Verspätung an. Vgl. o. V. (2004a), S. 214. Eine weitere Erklärung für die späte Reaktion wäre die Tatsache, dass die Immobilienbewerter „die Rezession in Deutschland zu spät erkannt und deshalb [die Immobilien der Datenlieferanten der DID] zu gutmütig bewertet“ haben. So äußerte sich zumindest unlängst Andrew Groom, der Leiter der Immobilienbewertung Deutschland bei JLL. Vgl. Reichel (2005b), S. 37.

⁸⁵² Vgl. Mueller (1999), S. 131.

⁸⁵³ Vgl. Bulwien (2004), S. 86f; Wheaton/Torto (1988), S. 434.

⁸⁵⁴ Vgl. Corgel (1998), S. 24; Crone (1989), S. 7.

selbst aber erfolgt langsam und schreitet lediglich graduell voran.⁸⁵⁵ Diese Tendenz wird dadurch verstärkt, dass beide Indikatoren für sich betrachtet Einflüssen unterliegen, die eine verzögerte Anpassung bewirken können.

Die Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) beschreibt den Leerstand auf Büroimmobilienmärkten als die „Summe aller fertig gestellten Büroflächen, die zum Erhebungszeitpunkt ungenutzt sind, zur Vermietung, zur Untervermietung oder zum Verkauf (zum Zwecke der Weiternutzung) angeboten werden und innerhalb von drei Monaten beziehbar sind. Untermietflächen sollten getrennt ausgewiesen werden“⁸⁵⁶. Die Leerstandsrate setzt dementsprechend den Leerstand ins Verhältnis zu dem jeweiligen Flächengesamtbestand. Als relative Maßzahlen verfügen Leerstandsdaten über keinen langfristigen Trend, so dass ihr absolutes Niveau bereits die konjunkturelle Komponente der Zeitreihe ausdrückt. Ein konjunktureller Wendepunkt ist demnach dann erreicht, wenn die Leerstandsrate ihren absoluten Höhepunkt erreicht und umgekehrt. Wie fast alle Zeitreihen immobilienbezogener Aktivität weisen auch natürliche Leerstandsdaten sowohl regionale als auch typologische Unterschiede auf.⁸⁵⁷ Darüber hinaus divergieren sie ebenfalls an Primär- und Sekundärstandorten innerhalb derselben Stadt.⁸⁵⁸

Aus den genannten Gründen fällt die natürliche Leerstandsrate an manchen Standorten höher aus als an anderen, so dass nicht anhand des bestehenden absoluten oder relativen Leerstands auf einem typologischen Teilmarkt innerhalb einer Stadt auf dessen gegenwärtige konjunkturelle Lage geschlossen werden kann.⁸⁵⁹ Auch können anhand des Leerstands keine exakten Aussagen darüber getroffen werden, ob Bedarf an neuen Flächen besteht. Dieses scheinbare Paradoxon geht auf den Umstand zurück, dass zu den erfassten Gebäuden auch nicht mehr oder nur noch bedingt marktfähige Objekte gezählt werden, für die keine Nachfrage besteht.⁸⁶⁰ Darüber hinaus wird die Interpretation der Leerstandsrate dadurch erschwert, dass im Regelfall nur diejenigen Flächen als leer stehend identifiziert werden, die unvermietet sind. Auf diese Weise entsteht ein verdeckter Leerstand, da die Flächen, die zwar vermietet wurden, aber

⁸⁵⁵ Vgl. Wheaton (1987), S. 293.

⁸⁵⁶ gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (2004), S. 6. Die Definition wurde in Deutschland bereits von wichtigen Marktteilnehmern wie JLL übernommen. Vgl. Jones Lang LaSalle Research Germany (2004), S. 6. Aus Gründen einer gebotenen inhaltlichen Fokussierung beziehen sich die nachfolgenden Ausführungen vor allem auf Büroimmobilienmärkte.

⁸⁵⁷ Vgl. Mueller (1999), S. 135; Corgel (1998), S. 24; Gordon/Mosbaugh/Canter (1996), S. 471.

⁸⁵⁸ Vgl. Voith/Crone (1988), S. 457f.

⁸⁵⁹ Vgl. Crone (1989), S. 12.

⁸⁶⁰ Vgl. Bulwien (2004), S. 79.

im eigentlichen Sinne des Wortes leer stehen, nicht Eingang in die Berechnung finden.⁸⁶¹

Trotz dieser Probleme wird die Leerstandsrate in der Literatur oft als der beste verfügbare Indikator für das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf dem Flächenmarkt bezeichnet.⁸⁶² In internationalen Studien findet sich daher ihre Fluktuation um die natürliche Leerstandsrate als das zentrale zyklische Phänomen.⁸⁶³ Um vor diesem Hintergrund den Ansatz auch nach Deutschland zu übertragen, wäre es notwendig, konsistente Leerstandsdaten über mehrere Zyklen hinweg analysieren zu können. Als mögliche Datenlieferanten erweisen sich hier vor allem die überregional tätigen Maklerhäuser sowie Marktforschungsinstitute wie die BulwienGesa AG.⁸⁶⁴ Leider reicht die Länge der Zeitreihen auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt für die Berechnung einer natürlichen Leerstandsrate bisher jedoch nicht aus. Zudem weichen die Datensätze der verschiedenen Marktteilnehmer vielfach voneinander ab. Als ein Schritt in die richtige Richtung erweist sich in diesem Zusammenhang die Initiative der gif, regelmäßig in Zusammenarbeit mit den Maklerhäusern wichtige Kennzahlen wie den Leerstand zu erfassen und abzugleichen.⁸⁶⁵ Den Ansprüchen einer regelmäßigen Beobachtung des konjunkturellen Phänomens werden die jährlichen Erhebungen jedoch noch nicht gerecht.

Die meisten in Deutschland veröffentlichten Mietpreise stellen entweder Spitzenmieten oder Durchschnittsmieten dar. Untersuchungen haben gezeigt, dass vor allem die Spitzenmieten frühzeitig und mit einer ausgeprägten Amplitude auf Veränderungen der Leerstandsraten reagieren.⁸⁶⁶ Sie stellen daher einen geeigneteren Indikator dar und werden von der gif folgendermaßen charakterisiert: „Die realisierten Spitzenmieten umfassen das – bezogen auf das jeweilige Marktgebiet – oberste Preissegment mit einem Marktanteil von 3 bis 5% des Flächenumsatzes in den abgelaufenen 12 Monaten und stellen hieraus die Höchstwerte dar. Bei der Erfassung sollten zumindest 3 Vertragsabschlüsse einbezogen werden.“⁸⁶⁷ Bevor die konjunkturelle Komponente der Spitzenmieten einer Betrachtung zugänglich ist, müssen sie inflationsbereinigt und über geeignete Transformationen von den Einflüssen der Trendkomponente befreit

⁸⁶¹ Vgl. Miles (1997), S. 24; Wheaton (1987), S. 282f.

⁸⁶² Vgl. Pfnür/Armonat (2001), S. 75; Pyhrr/Roulac/Born (1999), S. 32; Born/Pyhrr (1994), S. 476.

⁸⁶³ Vgl. Kaiser (1997), S. 233.

⁸⁶⁴ Vgl. Bulwien (2004), S. 78.

⁸⁶⁵ Vgl. Bulwien (2004), S. 80.

⁸⁶⁶ Vgl. Bulwien (2004), S. 86f.

⁸⁶⁷ gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (2004), S. 7.

werden.⁸⁶⁸ Setzt man zu diesem Zweck das Wachstumsratenkonzept ein,⁸⁶⁹ so sind die oberen und unteren konjunkturellen Wendepunkte durch Maximal- und Minimalwerte der Wachstumsrate gekennzeichnet. Ebenso wie Leerstandsdaten bestehen auch im Bereich der Mietpreise bedeutsame Unterschiede nach Markt, Typologie und Standort innerhalb einer Stadt.

Bei der Interpretation der Spitzenmieten ist aus vier Gründen Vorsicht geboten. Erstens divergiert die absolute Höhe der Spitzenmieten stark nach Städten. Zweitens reagieren die in Marktberichten ausgewiesenen Spitzenmieten nicht sofort auf Veränderungen des konjunkturellen Umfelds, da sie Nominalmieten darstellen und keine Effektivmieten. Wenn in der Überbauungsphase der Vermietermarkt sich zu einem Mietermarkt entwickelt, versuchen Vermieter zunächst, das gegenwärtige Mietniveau zu erhalten, indem sie mietfreie Zeiten und ähnliche so genannte Incentives gewähren.⁸⁷⁰ Das Mietpreisniveau wird demnach als konstant ausgewiesen, obwohl die Qualität des Cashflows aus Sicht des Vermieters bereits abnimmt. Zwar existieren für Europa keine Studien, die den Grad der Verzerrung von Nominalmieten im Vergleich zu Effektivmieten quantifiziert, jedoch herrscht in der Literatur Einigkeit darüber, dass ein Effekt besteht. Er wird durch die Bildung von Wachstumsraten abgemildert.⁸⁷¹ Ein drittes Problem entsteht, sobald nicht genügend Transaktionen stattfinden, um realisierte Spitzenmieten errechnen zu können. In einem solchen Fall weisen Maklerunternehmen so genannte erzielbare Mieten aus, die lediglich auf Schätzungen der Marktmieten beruhen.⁸⁷² Schließlich spiegeln die Marktmieten gerade in Deutschland nur einen Teil der Flächennachfrage wider, da sich ca. 70% der Unternehmensimmobilien im Eigentum des Nutzers befinden.⁸⁷³ Allerdings ergab eine kürzlich durchgeführte Umfrage, dass etwa ein Drittel des Immobilienbestandes grundsätzlich zum Verkauf

⁸⁶⁸ Vgl. hierzu auch Punkt 2.1.1.

⁸⁶⁹ Vgl. Mueller (1999), S. 131-138; Belsky/Goodman (1996), S. 309. Die Diskussion in Punkt 2.1.1 hat gezeigt, dass damit der konjunkturelle Wendepunkt bereits zu einem relativ frühen Zeitpunkt angezeigt wird. Dieser Effekt sollte jedoch die Aussagekraft nicht allzu stark beeinflussen, da sich Mietpreise und Leerstandsdaten nur langsam verändern. Vgl. Baum (2000), S. 7.

⁸⁷⁰ Vgl. gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (2004), S. 7.

⁸⁷¹ Vgl. D'Arcy/McGough/Tsolacos (1997), S. 302; Pollakowski/Wachter/Lynford (1992), S. 311.

⁸⁷² Vgl. gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (2004), S. 7. Teilweise beinhalten Marktberichte – bspw. im Fall von JLL – grundsätzlich erzielbare Spitzenmieten und keine erzielten Spitzenmieten. Vgl. Jones Lang LaSalle Research Germany (2004), S. 9. Auf diese Weise findet ein subjektives Element Eingang in die Datenbasis.

⁸⁷³ In den Vereinigten Staaten liegt der Anteil bei ca. 25%. Vgl. Knobloch (2005), S. B5; Garthe (2004), S. 45f. Eine Untersuchung aus dem Jahr 2002 belegt, dass dieser Wert durchschnittlich für alle Immobilientypen gilt, also auch für Büroimmobilien (71%) und Lagerflächen (67%). Lediglich die Einzelhandelsflächen liegen mit 51% darunter. Vgl. Pfnür/Hedden (2002), S. 44.

steht, so dass damit gerechnet werden kann, dass sich dieses Verhältnis mittelfristig angleichen wird.⁸⁷⁴

Um anhand der Mietpreisentwicklung konjunkturelle Tendenzen messen zu können, ist es notwendig, eine lange Zeitreihe von Neuvertragsmieten zu analysieren. Immobilienökonomische Zeitreihenanalysen greifen hier hauptsächlich auf die entsprechenden Zeitreihen von Maklerhäusern⁸⁷⁵ oder des Immobilienverband Deutschland (IVD)⁸⁷⁶ zurück. In Anbetracht der Tatsache, dass die Daten des IVD nur einmal im Jahr im Rahmen des Immobilienpreisspiegels veröffentlicht werden und dass sie lediglich Schwerpunktmietpreise⁸⁷⁷ darstellen, wird an dieser Stelle den in vierteljährlichem Turnus veröffentlichten Zeitreihen der Maklerhäuser der Vorrang gegeben. Auch sie werden regelmäßig von der Ifo harmonisiert, liegen jedoch dann nur als jährliche Datenpunkte vor. Insofern stellen die prozentualen Veränderungen der von den Maklerhäusern herausgegebenen Mietpreise die geeignetsten Zielzeitreihen auf dem Flächenmarkt in Deutschland dar.⁸⁷⁸ Insbesondere könnte sich für Büroimmobilienmärkte die Nutzung der Zahlen des durch die IVG AG und das Immobilienberatungsunternehmen Cushman & Wakefield (CW) vierteljährlich erstellten IVG Immobilien-Barometers als nützlich erweisen. Es weist für 21 Bürostandorte in Europa die Spitzen- und Durchschnittsmieten samt Veränderungsdaten sowie die Leerstandsdaten aus und bietet zusätzlich Informationen über die Umsätze und die Spitzenrenditen.⁸⁷⁹ Auf diese Weise enthält es in gleichem Maße Informationen des Flächen- wie des Investmentmarktes. Alternativ bietet es sich an, die Daten der Vermietungsdatenbank der DID zu nutzen, die die Konditionen von Neuvertragsabschlüssen an knapp 150 Standorten in Deutschland erfasst. Die auf diese Weise ermittelten Daten erlauben die Berechnung von sowohl Spitzen- als auch Durchschnittsmieten auf Monats- und Quartalsbasis und bieten damit die Möglichkeit einer noch zeitnäheren Analyse der entsprechenden Veränderungstendenzen.⁸⁸⁰ Aufgrund der Abhängigkeit der Datenbank von der Anzahl der Unternehmen, die ihre Daten bereitstellen, müsste einer Nutzung der Informatio-

⁸⁷⁴ Vgl. Wiktorin (2005a), S. 39.

⁸⁷⁵ Vgl. Rottke/Wernecke/Schwartz (2003), S. 336f.

⁸⁷⁶ Vgl. Wernecke (2004), S. 160; Hübner/Kurzthals (2000), S. 8f. Die Zeitreihe geht ursprünglich auf die Initiative des ehemaligen Rings Deutscher Makler (RDM) zurück, der in 2004 mit dem Verband Deutscher Makler für Grundbesitz, Hausverwaltung und Finanzierung (VDM) zum Immobilienverband Deutschland fusionierte.

⁸⁷⁷ Schwerpunktmietpreise umfassen die Mietpreise, zu denen die meisten Verträge abgeschlossen wurden. Vgl. Hübner (2002), S. 29; Hummel/Hübner (1998), S. 8.

⁸⁷⁸ Damit verbunden ist der Vorteil, dass die Wachstumsraten teilweise sowohl quartalsweise als auch im Vorjahresvergleich veröffentlicht werden. Vgl. Hinrichs (2005).

⁸⁷⁹ Vgl. IVG Immobilien AG/Cushman & Wakefield Healey & Baker (2004).

⁸⁸⁰ Vgl. Bomke (2005), S. 2.

nen als Zielzeitreihe eine eingehendere Analyse ihrer Repräsentativität und ihrer konjunkturellen Eigenschaften vorausgehen.

5.2.1.4 Zeitreihen im finanziellen Immobilienzyklus

Die Ausführungen über die Ursachen und Auswirkungen der Dynamiken des Investmentmarktes belegen seine Vernetzung mit dem physischen Immobilienzyklus auf der einen Seite und den exogenen Faktoren wie bspw. der relativen Entwicklung makroökonomischer Finanzvariablen auf der anderen Seite. Daher sollte eine geeignete Variable des finanziellen Immobilienzyklus über inhaltliche Breite verfügen und in ihrer Entwicklung alle relevanten Einflüssen widerspiegeln. Als problematisch erweist sich in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass die Prognose des finanziellen Immobilienzyklus noch schwerer fällt als die des physischen Immobilienzyklus und dass die dafür zur Verfügung stehende Datenbasis mit noch größeren Mängeln behaftet ist. Mueller nennt hier vier verschiedene Kategorien von Daten, auf die zurückgegriffen werden kann, erstens immobilienpezifische Finanzmarktdaten wie Kapitalisierungszinssätze und Preise, zweitens Daten über Kapitalflüsse in einzelne Immobilientypen und –märkte, drittens die Kreditvergabekriterien der Banken und schließlich den Erfolg von Börsengängen von REITs.⁸⁸¹

Kurz- bis mittelfristig kann mit einer Einführung von REITs in Deutschland gerechnet werden⁸⁸² und es ist wahrscheinlich, dass in diesem Fall viele Real Estate Private Equity Gesellschaften ihre während der deutschen Immobilienbaisse erworbenen Immobilienbestände als börsennotierte Gesellschaft platzieren werden.⁸⁸³ Dennoch werden derartige Börsengänge nur mit unregelmäßigem zeitlichem Abstand stattfinden, so dass eine Zeitreihe von Börsengängen nicht als immobilienbezogener Konjunkturindikator und damit nicht als Zielzeitreihe genutzt werden kann. Betrachtet man die Kreditvergabekriterien der Banken und die Kapitalflüsse in einzelne Immobilientypen und Märkte, so liegen keine offiziellen Statistiken vor, die einen oder beide der Faktoren wiedergeben.⁸⁸⁴ Informationen finden sich lediglich als das Resultat privatwirtschaftlicher Initiativen wie des Reports „Money into Property Europe“, der durch eine Tochterfirma des Immobilienberatungsunternehmens DTZ herausgegeben wird.

⁸⁸¹ Vgl. Mueller (1995), S. 52.

⁸⁸² Vgl. Drost/Reichel (2005), S. 23.

⁸⁸³ Vgl. Köhler/Landgraf (2005), S. 29.

⁸⁸⁴ Zwar lässt sich aus der Grunderwerbsteuerstatistik errechnen, wie hoch die Anlagevolumina ausgefallen sind, jedoch lassen sich diese Informationen nicht weiter bspw. nach Wohnimmobilien oder Gewerbeimmobilien aufschlüsseln.

Es stellt das Ergebnis einer jährlichen Befragung von ca. 150 Immobilieninvestoren und Fremdfinanzierern aus ganz Europa dar mit dem Ziel, Entwicklungen der Eigenkapital- und Fremdkapitalströme in 20 europäischen Ländern zu erfassen und zu analysieren. Für jedes Land werden dabei die gegenwärtigen Fremdkapitalvolumina und -vergabekriterien angeführt, während eigenkapitalseitig eine Aufschlüsselung nach Art und Nationalität der Investoren, Transaktionsgröße sowie Region und Objekttyp erfolgt. Aufgrund der nur in jährlichem Turnus erfolgenden Befragung eignet sich der Datensatz jedoch nicht als Konjunkturindikator für den finanziellen Immobilienzyklus.⁸⁸⁵ Darüber hinaus entstehen methodische Probleme, da viele der Teilnehmer an der Befragung von DTZ wahrscheinlich auch Teilnehmer an einem deutschen RECI wären, so dass gewissermaßen eine interne Prognose erfolgt, bei der die Datenquellen für den qualitativen Konjunkturindikator und die Zielzeitreihe identisch sind. Diese Problematik wird noch durch den Umstand verschärft, dass der Teilnehmerkreis bei einem RECI umfangreicher ausfällt, so dass die Erkenntnisse des Reports nur beschränkte Repräsentativität für die Aussagen der Teilnehmer an der Umfrage für einen RECI beanspruchen können.⁸⁸⁶

Für die übrigen immobilienpezifischen Finanzmarktdaten gilt, dass Daten – ebenso wie in fast allen anderen Bereichen des Immobilienmarktes auch – von keiner amtlichen Institution zur Verfügung gestellt werden. Trotz der in Punkt 3.1.3.2 erläuterten Bedeutung der Immobilienpreise für die Stabilität des Finanzsystems gehen die verfügbaren Informationen weitestgehend auf privatwirtschaftliche Initiativen zurück.⁸⁸⁷ So errechnet bspw. JLL die Gebäudewerte für Spitzenobjekte im Bürobereich⁸⁸⁸, während Kempers die Wertentwicklung für Einzelhandelsimmobilien in erstklassigen Lagen erhebt.⁸⁸⁹ Sofern nur die Preise bzw. Werte zur Verfügung stehen, fällt eine konjunkturelle Interpretation schwer, da Preise erst im Verhältnis zu den Wiederherstellungskosten aussagekräftig sind, so dass ein zweiter, nicht ohne weiteres verfügbarer Datensatz erforderlich ist.⁸⁹⁰

⁸⁸⁵ Vgl. Valente et al. (2005).

⁸⁸⁶ Vgl. Punkt 4.2.6.

⁸⁸⁷ Vgl. Borio/Lowe (2003), S. 264.

⁸⁸⁸ Grundlage für die Berechnung ist der Quotient aus Spitzenmieten und Kapitalisierungszinssatz. Das Ergebnis sind somit Werte für fiktive Immobilien. Vgl. Hübner (2002), S. 227; Thomas (1997), S. 107-114.

⁸⁸⁹ Vgl. Hübner (2002), S. 227; Thomas (1997), S. 122-124.

⁸⁹⁰ Vgl. Corgel (1998), S. 25. Darüber hinaus müssen sie analog zu den Mietpreisen deflationiert und über eine Wachstumsratenbildung oder Filterung von ihrem Trend befreit werden.

Eine zweite Alternative bietet die Relation von Preisen zu Mieten wie sie durch den Vervielfältiger bzw. den Kapitalisierungszins dargestellt wird, der in diesem Fall die Wertigkeit ausdrückt, die Investoren dem Cashflow aus den Mieteinnahmen beimessen. In konzeptioneller Hinsicht muss dabei zwischen bewertungsbasierten und transaktionsbasierten Kapitalisierungszinssätzen differenziert werden, wobei transaktionsbasierte Kapitalisierungszinssätze aufgrund ihrer Marktnähe vorzuziehen sind. Qualitätsbezogene Unterschiede beziehen sich auf die Homogenität und Vergleichbarkeit der im Zeitablauf einbezogenen Transaktionen sowie auf die Definition des kapitalisierten Cashflows.⁸⁹¹ Bei der Interpretation von Kapitalisierungszinssätzen muss zusätzlich beachtet werden, dass ihre Veränderung im Zeitablauf auf eine von drei Komponenten zurückgehen kann. Dabei handelt es sich erstens um den Zinssatz auf risikolose Anlagen mit einer vergleichbaren Laufzeit, zweitens um eine Risikoprämie und drittens um eine Wachstumskomponente für das erwartete Mietwachstum.⁸⁹² In Deutschland werden Kapitalisierungszinssätze vor allem von den großen Maklerhäusern sowie von der DB Immobilien, der Maklergesellschaft der Deutsche Bank Gruppe, erhoben. JLL definierte den intern ermittelten Kapitalisierungszinssatz – die Spitzenrendite – folgendermaßen: „[Sie] Repräsentiert die Nettoanfangsrendite (in %) eines Gebäudes erstklassiger Qualität in bester Lage. Sie gibt das Verhältnis der Nettomieteinnahmen zum Zeitpunkt des Kaufes zum Gesamtaufpreis inkl. Erwerbsnebenkosten wieder“⁸⁹³. Ähnlich beschreibt die DB Immobilien die jährlich in ihrem so genannten Vervielfältiger-Tableau veröffentlichten Miet-Kaufpreis-Multiplikatoren für eine Vielzahl von Typologien und Standorten.⁸⁹⁴ Auch in diesem Fall sind die vierteljährlichen Daten der großen Maklerhäuser bzw. der IVG/CWHB vorzuziehen.

5.2.2 Institutionelle Abdeckung

5.2.2.1 Vorbemerkung

Die Ergebnisse des internationalen Fallstudienvergleichs belegen, dass die Investoren, Fremdfinanzierer, Projektentwickler und Nutzer die bedeutsamsten Gruppen am Immobilienmarkt darstellen.

⁸⁹¹ Vgl. Sivitanides/Torto/Wheaton (2003), S. 8. Als Beispiel sei an dieser Stelle beispielhaft auf die Unterschiede zwischen der tatsächlichen Miete und einer nachhaltigen Miete hingewiesen.

⁸⁹² Vgl. Ljubic (2005), S. 4. Teilweise wird in der Literatur auch nur von den ersten beiden Faktoren ausgegangen. Vgl. Sivitanides/Torto/Wheaton (2003), S. 14. Unterstellt man eine implizit beinhaltete erwartete Wachstumsrate der Mieten, so erweisen sich Kapitalisierungszinssätze als schwer zu interpretierende Zielzeitreihen, da mit Erwartungen der Gegenwart – über den RECI – Erwartungen in der nahen Zukunft über die weiter entfernt liegende Zukunft prognostiziert würden.

⁸⁹³ Jones Lang LaSalle Research Germany (2004), S. 10.

⁸⁹⁴ Vgl. Leykam (2004b), S. 1.

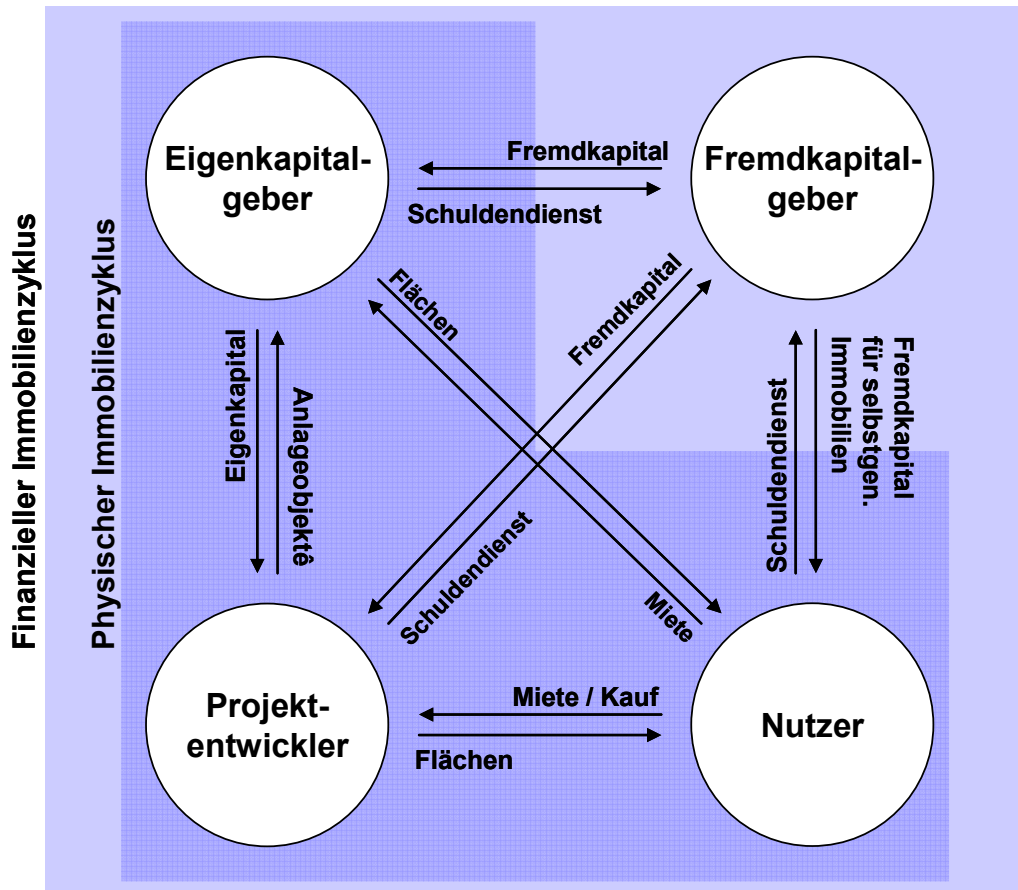


Abbildung 18: Beziehungen zwischen Akteuren am Immobilienmarkt⁸⁹⁵

Diese Erkenntnis deckt sich mit den in Punkt 3.1.3 identifizierten wichtigsten Akteuren der beiden Immobilienzyklen. Zwischen ihnen bestehen eine Vielzahl an direkten Beziehungen, die die Handlungen der Marktteilnehmer auf komplexe Weise voneinander abhängig machen (vgl. Abbildung 18). Bis auf die Fremdfinanzierer tritt jede der Gruppen dabei sowohl als Anbieter oder Nachfrager von Flächen⁸⁹⁶ als auch als Anbieter oder Nachfrager von Kapital auf und bestimmt daher gleichzeitig die Geschehnisse am Flächen- sowie am Investmentmarkt. Der Umstand, dass sich viele der einzelnen Akteure nicht auf einzelne Geschäftsfelder beschränken und die institutionellen Aspekte der Immobilienökonomie in der Folge verwischen, verleiht der Betrachtung zusätzliche Komplexität.⁸⁹⁷

⁸⁹⁵ Quelle: Eigene Darstellung.

⁸⁹⁶ Projektentwickler können – wie bereits angemerkt – auch als Investor-Developer Flächen für den Bestand entwickeln und treten daher auch als Vermieter auf. Ebenso agieren sie in zunehmendem Maße während des Projektentwicklungsprozesses als Vermieter, um die von den Fremdkapitalgebern geforderten Vorvermietungsquoten erbringen zu können, die eine Voraussetzung für die Bereitstellung von Fremdkapital darstellt.

⁸⁹⁷ Dies ist dann der Fall, wenn Banken auch Fonds auflegen und in Immobilien investieren oder wenn Banken und Investoren Projektentwicklung betreiben. Auch verfügen manche Nutzer für den Eigenbedarf über Projektentwicklungsabteilungen. Vgl. Key et al. (1994), S. 11.

Während die konzeptionelle Festlegung der zu befragenden Gruppen keine Schwierigkeiten bereitet, ist mit der tatsächlichen Identifikation der am deutschen institutionellen Gewerbeimmobilienmarkt aktiven Marktteilnehmer aufgrund der Intransparenz des Marktes eine Reihe von Problemen verbunden. Zunächst erweist es sich als schwierig, nationale Marktteilnehmer auszumachen, da nur wenige offizielle Register bestehen, auf die dabei zurückgegriffen werden kann. Aus diesem Grund entsteht ein methodischer Konflikt zwischen den Möglichkeiten auf dem deutschen Immobilienmarkt und dem international gebräuchlichen Verfahren. Zwar gesteht die OECD zu, dass Verzeichnisse der Handelskammern und von Verbänden bei ausreichend breiter Mitgliederbasis adäquate Quellen für Konjunkturumfragen darstellen können, jedoch wird dazu geraten, offizielle Register der nationalen statistischen Bundesämter zu nutzen.⁸⁹⁸ Da derartige Verzeichnisse für die Konstruktion eines RECI nicht zur Verfügung stehen, sind alternative Datenquellen erforderlich. Die beste verfügbare Datenbasis bietet in diesem Zusammenhang das so genannte „Who is Who der Immobilienwirtschaft“, das einmal im Jahr erscheint und ca. 5000 Akteure am Immobilienmarkt nach Branchen und Regionen auflistet.⁸⁹⁹ Leider enthält es keine Informationen über die Größe der Unternehmen und nennt auch nur in beschränktem Umfang die Namen der für eine klassische Konjunkturumfrage auf Immobilienmärkten notwendigen entscheidungsbefugten Ansprechpartner. Zusätzliche Informationen bieten die Mitgliederverzeichnisse folgender führender Organisationen auf dem deutschen Immobilienmarkt:⁹⁰⁰

- Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) Deutschland mit ca. 930 Mitgliedern
- Fédération Internationale des Administrateurs de Biens Conseils Immobiliers (FIABCI) mit 297 Mitgliedern⁹⁰¹
- Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) mit über 800 Mitgliedern
- Verein der Ehemaligen und Förderer der Post-Graduate-Studiengänge zur Immobilienökonomie an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL e.V. (immoebs) mit ca. 1700 Mitgliedern.

Bei allen vier Verbänden werden die Informationen jedoch nur in wenig disaggregierter Form veröffentlicht, so dass sowohl eine Zuordnung zu den Gruppen und Regionen als

⁸⁹⁸ Vgl. OECD (2003), S. 17.

⁸⁹⁹ Vgl. Wernecke/Rottke/Holzmann (2004), S. 175.

⁹⁰⁰ Sofern nicht anders angegeben, beruhen die Angaben auf schriftlich erteilten Auskünften der entsprechenden Institutionen (Stand: Februar 2006).

⁹⁰¹ Vgl. Niederstadt (2005), S. 18f.

auch die Identifikation der betreffenden Ansprechpartner ein hohes Maß an Aufwand implizieren. Auch ist mit Doppelungen zu rechnen, da dieselben Personen Mitglieder verschiedener Organisationen sind und innerhalb einer Organisation mehrere Mitglieder desselben Unternehmens vertreten sein können.

Eine alternative Form der Datengenerierung ermöglicht die kommerzielle Datenbank der Verlag Hoppenstedt GmbH, die eine Suche für manche Gruppen – bspw. Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen – nach unterschiedlichen Größenkriterien sowie nach leitenden Angestellten und Geschäftsführern ermöglicht.⁹⁰² Ebenso bietet das von der Deutsche Immobilien Fonds AG und dem Kroll Verlag herausgegebene „Pressetaschenbuch Immobilien-Wirtschaft“ Zugang zu 1000 Personen- und Pressekontakten in deutschen Immobilienunternehmen.⁹⁰³ Schließlich kann auf den bereits erhobenen, umfangreichen Datensätzen aufgebaut werden, die im Rahmen qualitativer Forschung an immobilienökonomischen Ausbildungsstätten wie der ebs generiert wurden.⁹⁰⁴ Selbst unter der Annahme, dass die nationalen Marktteilnehmer identifiziert werden können, bleibt das Problem, dass auf dem deutschen Immobilienmarkt in allen vier Gruppen der Anteil ausländischer Marktteilnehmer in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen ist.⁹⁰⁵ Sie zu erfassen, stellt für die immobilienökonomische Forschung im Allgemeinen und den Koordinator eines RECI eine noch gewichtigere Herausforderung dar. Darüber hinaus ist sowohl bei nationalen als auch bei internationalen Marktteilnehmern die Identifikation derjenigen Marktteilnehmer, die sich am institutionellen Gewerbeimmobilienmarkt engagieren, tendenziell mit weiteren Schwierigkeiten behaftet.

Nachdem die Grundgesamtheit der Marktteilnehmer in jeder Gruppe abgezeichnet werden konnte, ist es erforderlich, einerseits die Unternehmen zu identifizieren, die befragt werden sollen und andererseits die Funktionen zu bestimmen, die geeignete Befragungsteilnehmer ausüben müssen. Für die Auswahl der zu befragenden Unternehmen sind gemäß der OECD die Kriterien des primären Geschäftsfelds, der Größe und des Standortes anzuwenden. Idealerweise werden dabei alle diejenigen Unternehmen ausgewählt, die während des für die Befragung maßgeblichen Zeitraums im betrachteten Markt engagiert sind bzw. sein werden. In der Praxis wird häufig eine Befragung derjenigen Teilnehmer durchgeführt, die am Anfang eines Kalenderjahres

⁹⁰² Vgl. Pitschke (2004), S. 248; Hübner (2002), S. 55.

⁹⁰³ Vgl. DIFA Deutsche Immobilien Fonds AG (2004).

⁹⁰⁴ Auf entsprechende Studien wird im Verlauf der folgenden Punkte an passender Stelle Bezug genommen.

⁹⁰⁵ Vgl. Bellman et al. (2004), S. 1.

dort Aktivitäten ausgeübt haben.⁹⁰⁶ Wie in Punkt 2.2.2 festgestellt, kann sie als Vollerhebung, als bewusste Auswahl und als Zufallsstichprobe gestaltet werden, wobei eine bewusste Auswahl aus pragmatischen und methodischen Gründen für gewöhnlich vorgezogen wird.⁹⁰⁷ Kennzeichnend für sie ist, dass gemessen an der Größe der Unternehmen mehrere Schichten an teilnehmenden Unternehmen gebildet werden. Je bedeutender der Einfluss der Unternehmen in einer Schicht ausfällt, desto mehr muss die Konstanz ihrer Teilnahme sichergestellt werden.⁹⁰⁸

Die Funktion, die der jeweilige Ansprechpartner ausüben muss, um über die für eine sachdienliche Beantwortung der Fragen notwendige Qualifikation zu verfügen, variiert mit dem Typ der durchgeführten Umfrage. In Übereinstimmung mit der Empfehlung der OECD, Befragungen durchzuführen, die sich auf das Unternehmen des Befragten selbst beziehen,⁹⁰⁹ wird außer bei einer Gruppe eine klassische Konjunktumfrage angestrebt. Die konkrete Auswahl des geeigneten Teilnehmers hängt darüber hinaus stark von der Art des Geschäftsfeldes ab. Aus diesem Grund erfährt dieser Aspekt in den folgenden Punkten besondere Beachtung und wird an dieser Stelle nicht weiterführend diskutiert.

5.2.2.2 Investoren

Nachdem feststeht, dass die Erwartungen und das Verhalten von Immobilieninvestoren von Bedeutung sind, muss abgegrenzt werden, wer dieser Gruppe zuzurechnen und somit zu befragen ist. Bei den für die Entwicklung des institutionellen Immobilienmarktes maßgeblichen Investoren handelt es sich überwiegend um die so genannten institutionellen Immobilieninvestoren, die in der Literatur folgendermaßen charakterisiert werden: „juristische Personen [...], die im Sinne von Kapitalsammelstellen für Dritte Gelder professionell anlegen und verwalten, wobei die Kapitalanlagetätigkeit Haupt- oder Nebenzweck der unternehmerischen Tätigkeit sein kann“⁹¹⁰. Der Kreis der institutionellen Immobilieninvestoren schließt in Deutschland vor allem die Gruppen der Versicherungen und Pensionskassen, der Kapitalanlagegesellschaften, der Fondsiniti-

⁹⁰⁶ Damit einher geht die Pflicht, diese Information einmal pro Jahr zu überprüfen. Vgl. OECD (2003), S. 19f. Grundlage dieser Methodik ist in der Regel die Annahme, dass Unternehmen ein bestimmtes Kerngeschäft landesweit betreiben und über dieses Kerngeschäft globale Aussagen treffen. Betrachtet man – wie auf Immobilienmärkten notwendig – viele heterogene und vor allem lokale Märkte, so kann es geboten sein, von dieser Methodik abzuweichen, da globale Aussagen nicht für alle Märkte in gleichem Maße Geltung besitzen.

⁹⁰⁷ Vgl. Punkt 2.2.2.

⁹⁰⁸ Vgl. OECD (2002), S. 115f.

⁹⁰⁹ Vgl. OECD (2003), S. 63.

⁹¹⁰ Vgl. Walbröhl (2001), S. 9.

atoren, der Immobilien-Leasing-Gesellschaften, der Immobilien-Aktiengesellschaften und der ausländischen Investoren mit ein.⁹¹¹ Auch wenn die Informationslage, wie in fast allen anderen Bereichen der Immobilienökonomie, nur eingeschränkte Aussagen zulässt, so schätzen Hochrechnungen der BulwienGesa AG aus dem Jahr 2005 die absolute Höhe des Immobilienbestandes in Deutschland auf ca. €350 Mrd. und das Neuanlagevolumen auf ca. €17 Mrd.⁹¹²

Innerhalb der einzelnen Klassen von institutionellen Immobilieninvestoren können ihre Angehörigen in verschiedene Teilsegmente eingeordnet werden. Dies gilt insbesondere für die Versicherungsunternehmen, zu denen die Untergruppen der Lebensversicherungen, der Krankenversicherungen, der Sachversicherungen und der Rückversicherungen gehören. Sie alle unterliegen dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) und damit der Kontrolle durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)⁹¹³, so dass die Möglichkeit besteht, zumindest die Grundgesamtheit aller Akteure zu identifizieren, wenn auch damit noch nicht die Menge der am Immobilienmarkt engagierten Unternehmen feststeht. Ähnliches gilt für Pensionsfonds und Pensionskassen, die jedoch – zumindest in Deutschland – bisher eine weniger gewichtige Rolle auf Immobilienmärkten spielen. Zusätzliche Informationen über beide Klassen von Investoren liefern der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV) sowie der Verband Betriebliche Versorgungswerke für Unternehmen und Kommunen (BVUK). Die BulwienGesa AG zählt insgesamt 690 Unternehmen der deutschen Versicherungswirtschaft.⁹¹⁴ Aus diesen sind diejenigen Marktteilnehmer mit Immobilienengagements zu identifizieren, um in zielführender Weise eine geschichtete Stichprobe durchführen zu können. Dabei sollten die ca. 20 Lebensversicherungsunternehmen mit einem Buchwert von mehr als €200 Mio.⁹¹⁵ an Immobilien vollständig erhoben werden,⁹¹⁶ da Lebensversicherer mit ca. €13,5 Mrd. in 2004 über die bedeutendsten Immobilienbestände innerhalb dieser Investorenklasse verfügten. Demge-

⁹¹¹ Vgl. Bone-Winkel/Müller (2005), S. 38-40.

⁹¹² Vgl. Angaben der BulwienGesa AG für das Jahr 2005.

⁹¹³ Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 179f; Bulwien (2004), S. 36f. In manchen Fällen – bspw. gilt dies für die Träger der gesetzlichen Krankenkassen – wird die Aufsicht durch andere staatliche Stellen ausgeübt. Für die Rückversicherer besteht nur eine eingeschränkte Aufsicht.

⁹¹⁴ Vgl. Bulwien (2003), S. 29.

⁹¹⁵ Ein Buchwert von €200 Mio. oder mehr stellt einen konservativen Wert dar, da die Zeitwerte deutlich höher liegen werden. Es ist jedoch bei Versicherungen und Pensionskassen notwendig, den Schwellenwert hoch anzusetzen, da Immobilien nur rund 2,2% der gehaltenen Vermögensgegenstände ausmachen – vgl. Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2004), S. 127 – und vor diesem Hintergrund kleine Marktteilnehmer die Immobilienkompetenz extern einzukaufen werden, anstatt sie intern aufzubauen. Im ersteren Fall wäre eine Befragung bspw. der Kapitalanlagegesellschaft, die den betreffenden Immobilien-Spezialfonds steuert, notwendig, während eine Befragung der Versicherung selbst nur eine grobe Indikation der Allokation von Mitteln in den Immobiliensektor erzielen würde.

⁹¹⁶ Vgl. Bulwien (2004), S. 38.

genüber verfügten die Pensions- und Sterbekassen mit €3,2 Mrd., die Sachversicherer mit €3,5 Mrd., die Rückversicherer mit €1,8 Mrd. und die Krankenversicherer mit €1,9 Mrd. über geringere Bestände.⁹¹⁷ Unterstellt man basierend auf den Daten der Lebensversicherer eine Proportionalität zwischen der Anzahl der bedeutsamen Immobilieninvestoren und der Größe des Immobilienbestandes, so ergeben sich ca. weitere 16 zu befragende Unternehmen und – bei einem Ansprechpartner pro Unternehmen – 36 Umfrageteilnehmer.

Ebenfalls der Aufsicht der BaFin unterliegen die Kapitalanlagegesellschaften, die sich aus den offenen Immobilien-Publikumsfonds und den offenen Immobilien-Spezialfonds zusammensetzen. Ohne im Einzelnen auf die Unterschiede einzugehen, kann an dieser Stelle festgestellt werden, dass die Kapitalanlagegesellschaften eine wichtige Klasse von Immobilieninvestoren darstellen, die gerade in den ersten Jahren nach dem Ende der Wertpapierhausse in Deutschland einen erheblichen Aufschwung erfuhr.⁹¹⁸ Nicht zuletzt aufgrund der Reglementierung durch die BaFin, die Auflagen des Investmentgesetzes (InvG) und die Verbandstätigkeit des Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) erweist sich der Immobilienbestand und die Anlagepolitik aller Gesellschaften als relativ transparent. Im Bereich der offenen Immobilienfonds verwischen in besonderem Maße die Grenzen zwischen den einzelnen Gruppen an Marktakteuren und einzelnen Klassen von Investoren, da viele an Banken oder Versicherungsunternehmen angeschlossen sind.⁹¹⁹ Für Kapitalanlagegesellschaften sollte aufgrund ihrer Bedeutung und ihrer Transparenz eine Vollerhebung angestrebt werden. Sie umfasst 17 Gesellschaften mit 35 offenen Immobilien-Publikumsfonds⁹²⁰ sowie 18 Gesellschaften mit insgesamt 90 Immobilien-Spezialfonds.⁹²¹ Unterstellt man unterschiedliche Zuständige für beide Arten von Fonds auch bei Kapitalanlagegesellschaften, die beide Arten von Fonds auflegen, so ergibt sich somit eine Zahl von 35 zu befragenden Marktteilnehmern.

Im Vergleich zu den Kapitalanlagegesellschaften ist der Sektor der geschlossenen Immobilienfonds deutlich stärker von Intransparenz gekennzeichnet, was dadurch begünstigt wird, dass seine Angehörigen in ihrem Anlageverhalten weniger Beschränkungen unterliegen und nicht unter die Bestimmungen des InvG fallen.⁹²² Auch deckt

⁹¹⁷ Vgl. Angaben der BulwienGesa AG für das Jahr 2004.

⁹¹⁸ Vgl. Bone-Winkel/Müller (2005), S. 39; Schulte/Holzmann (2005), S. 174-177.

⁹¹⁹ Vgl. Bulwien (2004), S. 26-32.

⁹²⁰ Vgl. Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2005b), S. 98.

⁹²¹ Vgl. Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2005a), S. 1.

⁹²² Vgl. Hübner (2002), S. 230.

der Verband Geschlossene Fonds (VGF) nur einen Teil der relevanten Marktteilnehmer ab. Diese Umstände wiegen schwer angesichts der Tatsache, dass geschlossene Immobilienfonds mit ca. 32% den größten Anteil am institutionellen Immobilienbestand halten.⁹²³ Ihre ausgeprägte Positionierung geht vielfach auf steuerlich attraktive Konstruktionen zurück, die zunehmend durch den Gesetzgeber zurückgedrängt werden. Daher ist auch tendenziell mit einem sinkenden Marktanteil der Fonds zu rechnen.⁹²⁴ Auch für geschlossene Fonds gilt, dass sie überwiegend von banken- und versicherungsnahen Institutionen aufgelegt werden. Die BulwienGesa AG geht davon aus, dass ca. 30 größere Fondsinitiatoren über 1600 Fonds mit einem Volumen von etwa €50 Mrd. betreuen. Hinzu kommen ca. 800 bankgebundene Fonds mit ungefähr €50 Mrd. Volumen und rund 1500 Fonds privater Anbieter, die ein Anlagevermögen von ca. €20 Mrd. betreuen. Für die größeren Anbieter ist eine Vollerhebung für diejenigen Marktteilnehmer anzustreben, die sich auf dem Gewerbeimmobilienmarkt engagieren.⁹²⁵ Bei den bankgebundenen Fonds und den Fonds privater Anbieter gilt es, vor allem die größten Initiatoren zu erfassen und zu befragen und dabei zu beachten, die Mehrzahl der Initiatoren von Wohnimmobilienfonds nicht einzubeziehen.⁹²⁶ Da viele Fonds nur ein Projekt betreuen, sollten Initiatoren erst ab einem gewissen Mindestinvestitionsvolumen erfasst werden, bspw. ab €150 Mio. Eine Abschätzung der Anzahl der für einen RECI relevanten Initiatoren in Deutschland investierender geschlossener Immobilienfonds kann jedoch in Ermangelung entsprechender Statistiken nicht genau durchgeführt werden.⁹²⁷ Aus diesem Grund wird pauschal eine Zahl von 30 relevanten Marktteilnehmern und damit Befragten angenommen.

Während in den vergangenen Jahren das Engagement ausländischer Investoren in Deutschland stark zugenommen hat, wurden gleichzeitig die Aktivitäten deutscher Investoren aufgrund der Immobilienbaisse vermehrt ins Ausland verlagert. In vielen Fällen handelt es sich bei den ausländischen Akteuren um Opportunity Funds, die in besonderen Maße auf antizyklisches Investieren angewiesen sind, um ihre ehrgeizigen Renditeziele zu erreichen. Vor diesem Hintergrund ist zwar denkbar, aber nicht unbedingt wahrscheinlich, dass sie sich in erstklassigen Objekten an besten Standorten engagieren, so dass ihr Handeln auch nicht unbedingt in den eingangs diskutierten

⁹²³ Vgl. Bulwien (2004), S. 33-36.

⁹²⁴ Vgl. Reichel (2005a), S. 37.

⁹²⁵ Es wird davon ausgegangen, dass dies vor allem bei größeren Anbietern der Fall ist.

⁹²⁶ Vgl. Bulwien (2004), S. 34; Bulwien (2003), S. 36. Nicht herausgerechnet waren hierbei die Engagements im Ausland. Entsprechende Zahlen standen nicht zur Verfügung.

⁹²⁷ Vgl. Loipfinger (2003), S. 7. Bspw. weichen selbst die Angaben der von der BulwienGesaAG in zwei aufeinander folgenden Jahren herausgegebenen Publikationen voneinander ab. Vgl. Bulwien (2004), S. 33; Bulwien (2003), S. 35.

Zielzeitreihen abgebildet wird. Neben diesen strategischen Erwägungen erweist sich die Identifikation der ausländischen Investoren als schwierig, da die Akteure nicht a priori weltweit, sondern nur nach getätigten ersten Transaktionen in Deutschland erfasst werden können. Hinzu kommen möglicherweise Sprachbarrieren aufgrund der Gestaltung des Fragebogens. Dennoch muss versucht werden, dem Trend der zunehmenden Internationalisierung der Immobilienmärkte zu folgen und zumindest die wichtigsten Akteure zu befragen. Eine mögliche Ausgangsbasis für eine derartige Befragung liefern bspw. die Teilnahmelisten der regelmäßigen Konferenzreihe „Global Chairmen's Retreat“ des Global Real Estate Institute (GRI), die einmal jährlich die Geschäftsführung der 100 bedeutsamsten Immobilieninvestoren, -fremdfinanzierer, -projektentwickler und -nutzer in Europa versammelt. Ebenso viel versprechend wirkt in diesem Zusammenhang eine weitere jährliche Konferenz des GRI, das „GRI Summit: European Real Estate Investment & Development“.⁹²⁸ Aufgrund der Tatsache, dass auf beiden Veranstaltungen hauptsächlich Investoren vertreten sind, wird an dieser Stelle für beide Veranstaltungen eine Anzahl von ca. 50 teilnehmenden internationalen Immobilieninvestoren unterstellt, die in einen RECI einbezogen werden könnte. Da auch deutsche Investoren an den Konferenzen teilnehmen, reduziert sich die Anzahl auf ca. 35 Teilnehmer.

Von einem Einbezug der Leasinggesellschaften in den Teilnehmerkreis eines RECI wird abgesehen, da Leasingverträge unkündbar sind⁹²⁹ und damit der Spielraum für Reaktionen auf konjunkturelle Entwicklungen gering ausfällt. Ebenso wird an dieser Stelle argumentiert, dass als Investor aktive deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften⁹³⁰ erst nach einer erfolgreichen Einführung von REITs in Deutschland auf einer breiteren Basis befragt werden sollten. Hier wäre es vorzuziehen, nur Unternehmen mit einer bedeutsamen Marktkapitalisierung und einem überwiegenden Engagements im Bereich der Gewerbeimmobilien einzubeziehen. Dies trifft vor allem auf die IVG Immobilien AG und die Deutsche Euroshop AG zu. Datenquellen über die erfassten Investorenklassen hinweg bieten unter anderem die Troostwijk-Erhebungen, andere an der ebs durchgeführte Studien,⁹³¹ Untersuchungen an anderen Universitäten⁹³² sowie die im Dix zusammengefassten Unternehmen.

⁹²⁸ Vgl. Global Real Estate Institute (2005).

⁹²⁹ Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 180f.

⁹³⁰ Deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften betätigen sich auf unterschiedlichen Geschäftsfeldern, die unter anderem auch Projektentwicklung und Facility Management umfassen. Vgl. Garthe (2004), S. 46.

⁹³¹ Vgl. Schulte/Boll (2005); Schulte/Newell/Worzala (2003).

⁹³² Vgl. Pfnür/Armonat (2001).

Betrachtet man die verschiedenen Investorenklassen insgesamt, so fällt es schwer, einheitliche Strukturen zu erkennen, da die anzutreffenden Rechtsformen und Organisationsformen nicht nur zwischen den unterschiedlichen Klassen, sondern auch innerhalb der einzelnen Klassen stark divergieren. Hinzu kommt, dass selbst bei identischen Strukturen verschiedene Bezeichnungen für dieselbe Position innerhalb eines Unternehmens gebräuchlich sind.⁹³³ Auch unterscheiden sich die geographischen Reichweiten der jeweiligen Aufgabengebiete, da selbst identische Funktionen – bspw. die Akquisition – teilweise regional untergliedert oder standortunabhängig auf nationaler Ebene positioniert sind. Aus diesen drei Gründen impliziert die Identifikation des konkreten Ansprechpartners innerhalb eines Unternehmens einen erheblichen Datenerfassungsaufwand bei der erstmaligen Zusammenstellung des Teilnehmerkreises. Idealerweise wird in allen Fällen der Geschäftsleiter direkt befragt, jedoch ist es wahrscheinlich, dass seine begrenzte Zeit in vielen Fällen zu einer Delegation an eine andere Stelle führen würde. Aus diesem Grund empfiehlt es sich, direkt diejenigen Stellen zu identifizieren, die in einem solchen Fall mit der Aufgabe betraut würden. Vorteilhaft scheint in diesem Zusammenhang für den Investmentmarkt der Einbezug des Leiters der Akquisition, da dieser zwar oft nicht über letztendliche Entscheidungsbefugnis verfügt, aber aufgrund seiner Nähe zum Markt und zur Geschäftsleitung einen tragbaren Kompromiss darstellt. In angelsächsisch geprägten Häusern wird üblicherweise ein Investment Committee eingesetzt, das unter anderem auch den Leiter des Research als entscheidungsbefugtes Mitglied umfasst, der in diesem Fall ebenfalls einen geeigneten Teilnehmer darstellen würde. Für den Flächenmarkt empfiehlt sich eine Befragung der jeweiligen Verantwortlichen im Bereich der Vermietung.

5.2.2.3 Fremdfinanzierer

Gegenwärtig befindet sich der Markt für Fremdfinanzierung in Deutschland in seiner größten Umbruchphase.⁹³⁴ Nachdem die gewerbliche Immobilienfinanzierung bis vor ca. 30 Jahren vorrangig regional strukturiert war, weiteten die jeweiligen Institute zunehmend ihren geographischen Handlungsradius aus und traten miteinander in Wettbewerb. Diese Entwicklung führte erstens zu einem verstärkten Margendruck, der die Attraktivität eines Engagements ausländischer Marktteilnehmer in Deutschland lange

⁹³³ Bspw. wird die Funktion des Portfoliomanagent teilweise auch als Asset Management bezeichnet.

⁹³⁴ Im Folgenden wird stellvertretend für die Fremdfinanzierer auf die Banken eingegangen. Zwar verfügen bspw. auch die Versicherungen über einen Bestand an Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen i.H.v. €70 Mrd. Vgl. Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2004), S. 127. Dabei handelt es sich aber tendenziell um Engagements im Bereich der privaten Baufinanzierung. Vgl. Knobloch (2002), S. 46.

Zeit unattraktiv machte. Zweitens war sie Antriebskraft einer massiven Ausweitung der jeweiligen Filialnetze, die vorangetrieben wurde bis eine Situation entstanden war, die als „overbanked“ zu charakterisieren ist.⁹³⁵ Drittens war sie mitverantwortlich für eine nicht risikoadäquate Verzinsung bei der Kreditvergabe, die im Zeitablauf die Bestände Not leidender Kredite ansteigen ließ. Eine Wende kehrte ein, nachdem das Ausmaß der fehlgeschlagenen Engagements offenbar wurde und sich die Umsetzung der Neuen Baseler Eigenkapitalverordnung ins europäische Recht abzeichnete. Die Kreditvergabe wurde daraufhin von vielen Instituten im Inland eingeschränkt und im Ausland ausgeweitet.⁹³⁶ In dieser Situation nutzten ausländische Banken wie die Royal Bank of Scotland, JP Morgan und Lehman Brothers die Möglichkeit, ihre Aktivitäten in Deutschland auszubauen.⁹³⁷ Parallel dazu wuchs das Interesse ausländischer Investoren am Aufkauf der Bestände von Not leidenden Krediten. Es dauerte jedoch mehrere Jahre bis die betroffenen Institute sich entschlossen hatten, den sukzessiven Abbau von dem auf eine Höhe von ca. €300 Mrd. geschätzten Bestand anzugehen.⁹³⁸ Weitere Veränderungen manifestierten sich im Jahr 2005 in Form des Wegfalls der Gewährträgerhaftung, die die Bonität der öffentlich-rechtlichen Institute bisher über Garantien der jeweiligen Anstaltsträger verbessert hatte. Folgen des Wegfalls sind höhere Refinanzierungskosten sowie die Notwendigkeit struktureller Anpassungen.

Die Bankenlandschaft in Deutschland umfasst schätzungsweise 2.500 Institute, von denen 2.255 den Universalbanken zuzurechnen sind und 211 spezialisierte Aufgaben erfüllen. Die Universalbanken können weiter aufgeteilt werden in 357 Geschäftsbanken, 1.396 Genossenschaftsbanken und 502 öffentliche Institute, von denen vor allem die 12 Landesbanken und deren zentrales Institut, die Dekabank, besonderen Einfluss ausüben.⁹³⁹ Seitens der spezialisierten Institute bilden die 25 Hypothekenbanken die wichtigste Gruppe an Marktteilnehmern.⁹⁴⁰ Zwar betätigen sich auf dem Markt für die gewerbliche Immobilienfinanzierung in Deutschland weniger Institute als im wohnungswirtschaftlichen Bereich, jedoch erweist sich der Teilnehmerkreis auch hier als sehr heterogen. Wie Abbildung 19 demonstriert, führen vor allem die Hypothekenbanken (37,1%), die Sparkassen (23,3%), die Kreditgenossenschaften (17,5%) und die Landesbanken (13,7%) das Feld an. Dabei nimmt jedoch der Anteil der traditionell im Mittelstand, bei der Öffentlichen Hand und bei privaten Haushalten engagierten Spar-

⁹³⁵ Vgl. Knobloch (2002), S. 45f.

⁹³⁶ Vgl. Hackethal/Schmidt (2005), S. 3f; Schulte/Holzmann (2005), S. 191; Rottke (2004), S. 62-65; Knobloch (2002), S. 46-50.

⁹³⁷ Vgl. Garthe (2004), S. 41.

⁹³⁸ Vgl. Bowman (2005), S. 21.

⁹³⁹ Vgl. Hackethal/Schmidt (2005), S. 10f.

⁹⁴⁰ Vgl. Hackethal/Schmidt (2005), S. 5f.

kassen⁹⁴¹ im Bereich der großvolumigen gewerblichen Kredite schnell ab.⁹⁴² Angesichts dieser gegenwärtigen Kräfteverhältnisse liegt es zumindest nahe, eine geschichtete Stichprobe anzustreben und dabei vor allem unter den Hypothekenbanken und den Landesbanken eine Vollerhebung durchzuführen.

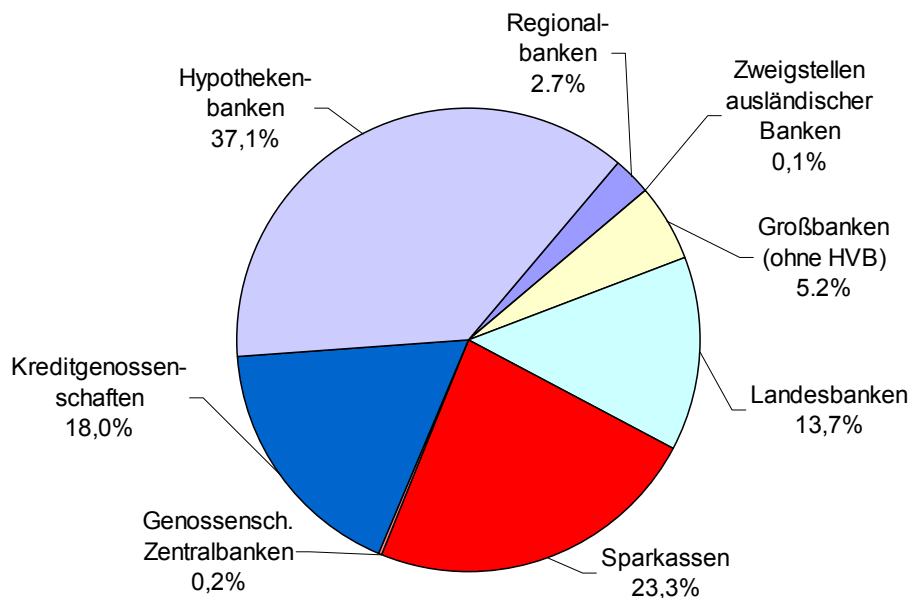


Abbildung 19: Bestand an gewerblichen Hypothekarkrediten in 2004⁹⁴³

Gegenwärtig steht jedoch noch nicht fest, in welche Richtung sich die Bankenlandschaft in Deutschland zukünftig entwickeln wird. Fest steht nur, dass eine massive Veränderung bestehender Strukturen und Geschäftsmodelle bevorsteht, in deren Verlauf mit einer weit reichenden Konsolidierung der Branche zu rechnen ist.⁹⁴⁴ Erste Anzeichen dafür, dass auch die Grenzen zwischen den einzelnen Gruppen verwischen, lieferte der Verband deutscher Hypothekenbanken (VdH) mit seiner Initiative, den Verband nach der Ablösung des Hypothekenbankgesetzes (HBG) durch das Pfandbriefgesetz (PfandBG) unter dem Namen Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) umzufirmieren und für andere Institute zu öffnen.⁹⁴⁵

Aus all diesen Gründen kann zum gegenwärtigen Zeitpunkt kein exaktes Bild von der in die Konzeption eines zukünftigen RECI einzubeziehenden Teilmenge der Fremdfi-

⁹⁴¹ Vgl. Lexis (2004), S. 42.

⁹⁴² Vgl. Knobloch (2002), S. 43.

⁹⁴³ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Verband deutscher Hypothekenbanken (2005), S. 36.

⁹⁴⁴ Vgl. Hackethal/Schmidt (2005), S. 17-26; Karsch (2004), S. 33.

⁹⁴⁵ Vgl. Verband deutscher Hypothekenbanken (2005), S. 52.

nanziierer gezeichnet werden. Es wird jedoch vorgeschlagen, sich vorläufig an der jährlich erscheinenden Liste der 100 nach ihrer Bilanzsumme größten Unternehmen der Kreditwirtschaft zu orientieren und die darin erscheinenden Veränderungen zu berücksichtigen.⁹⁴⁶ Alternativ könnte dem Ansatz von Pitschke gefolgt werden, der über die Hoppenstedt-Wirtschaftsdatenbank 205 im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung aktive Kreditinstitute mit einer Bilanzsumme von mindestens €3 Mrd. identifizierte.⁹⁴⁷ Auch dieser Datensatz würde aktuelle und zukünftige Entwicklungen widerspiegeln. Weitere Informationen über potenzielle Umfrageteilnehmer liefern der Verband deutscher Hypothekenbanken, der Bundesverband deutscher Banken (VdB), der Deutscher Sparkassen- und Giroverband (DSGV) sowie der Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB). Es wird an dieser Stelle vorgeschlagen, die 120 größten gewerblichen Fremdfinanzierer zu befragen, da eine gewisse Größe Voraussetzung für die Finanzierung einer Immobilientransaktion auf dem institutionellen Immobilienmarkt notwendig ist.⁹⁴⁸

Im Bereich der Fremdfinanzierer gestaltet sich die Identifikation konkreter Ansprechpartner ebenfalls schwierig. In jedem Fall muss angestrebt werden, die Verantwortlichen für die Kreditvergabe auf einer Ebene zu identifizieren, die nah genug am Markt angesiedelt ist, um eine adäquate Beurteilung konkreter typologischer und regionaler Teilmärkte zu gewährleisten. Wie bei den Investoren stellt sich dabei jedoch das Problem, dass auch regional angesiedelte Banken überregional Geschäfte tätigen. Zu klären sind daher nicht nur die jeweiligen regionalen Zuständigkeiten, sondern ebenfalls die auf einzelne Typologien bezogenen, über die ein Urteil ohne umfangreiche Nachforschungen möglich ist.

5.2.2.4 Projektentwickler

Projektentwicklung wird in Übereinstimmung mit Bone-Winkel folgendermaßen definiert: "Projektentwicklung lässt sich definieren als das interdisziplinäre Management von planungs- und baubezogenen Wertschöpfungsprozessen im Lebenszyklus der Immobilie. Dazu gehören die Bausteine Akquisition, Nutzungskonzeption und Machbarkeitsanalyse, Baurechtschaffung, Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung, Marketing und Vermietung, Projektmanagement sowie die Verwertung der Immobilie."⁹⁴⁹ Die

⁹⁴⁶ Vgl. Karsch (2004), S. 33-35.

⁹⁴⁷ Vgl. Pitschke (2004), S. 248.

⁹⁴⁸ Von Konsortialfinanzierungen wird an dieser Stelle abgesehen.

⁹⁴⁹ Vgl. Bone-Winkel (2004).

Gruppe derjenigen Marktteilnehmer, die sich in diesem Bereich engagiert, stellt auf Immobilienmärkten allgemein und insbesondere in Deutschland neben der Gruppe der Nutzer den am wenigsten erforschten, klassifizierten und dokumentierten Bereich dar. Wie die Fallstudienvergleiche zeigten, wurden sie in vielen Fällen – bspw. beim Texas RECI und beim Washington RECI – als relevante Gruppe charakterisiert, jedoch in Ermangelung einer angemessenen Daten- und Adressbasis nicht in die Befragung einbezogen. Während diese Intransparenz auf der einen Seite auf die vielfach mittelständisch geprägte Unternehmenslandschaft zurückgeht, tragen auch die Interdisziplinarität der „Königsdziplin“ Projektentwicklung und die damit verbundene Vielfalt der Teilnehmer im Entwicklungsprozess dazu bei, dass es schwer fällt, die Projektentwickler im Einzelfall zu identifizieren. Diesbezügliche Bemühungen sind jedoch erforderlich, da Projektentwickler als die tatsächlichen Impulsgeber der Bauvorhaben früher noch als die von ihnen beauftragten – und vom ifo Institut erfassten – Bauunternehmen Hinweise auf konjunkturelle Entwicklungen liefern können.⁹⁵⁰

Die bisher umfassendste Studie zur Erfassung der Strukturmerkmale und Organisationsformen von Entwicklern aller Immobilientypen in Deutschland wurde im Jahr 2001 durch die BulwienGesa AG und die Bernd Heuer Dialog Düsseldorf GmbH durchgeführt. Dabei versandten die beiden Unternehmen Fragebögen an 1.600 Unternehmen und erzielten mit einem Rücklauf von 112 Fragebögen eine Beteiligungsquote von 7,2%.⁹⁵¹ Es zeigte sich dabei, dass vor allem die großen und mittleren Unternehmen Interesse bekundeten, was für die vorliegenden Zwecke vorteilhaft ist, da größere Unternehmen erstens eher im gewerblichen Bereich tätig sind und sich zweitens mit einer höheren Wahrscheinlichkeit im institutionellen Immobilienbereich engagieren. Diese Aussagen belegen bspw. die Erkenntnisse der weniger umfassenden, aber aktuelleren ersten Ausgabe der IKB Developer Trends. Dabei wurde deutlich, dass große Anbieter vor allem im Bereich der Büro- und Handelsimmobilien engagiert sind, während der Wohnimmobilienmarkt eine Domäne der kleineren Projektentwickler darstellt.⁹⁵² Die großen Anbieter wiederum sind oft an Konzerne angebunden, die als Investoren, Eigennutzer und Fremdfinanzierer auf Immobilienmärkten operieren. Sie hatten bei der erstgenannten Studie einen Anteil von fast 20% unter den Antwortenden.⁹⁵³ Die IKB stellt darüber hinaus fest, dass Projektentwickler vor allem an den traditionellen Standorten wie München, Frankfurt, Düsseldorf, Berlin und Hamburg

⁹⁵⁰ Vgl. Stuart/Mocke (1992), S. 62f.

⁹⁵¹ Vgl. Schulten/Rometsch (2002), S. 537.

⁹⁵² Vgl. IKB Deutsche Industriebank AG (2004), S. 10.

⁹⁵³ Vgl. Schulten/Rometsch (2002), S. 538.

engagiert waren, was durch die Bedeutung dieser Märkte erklärt werden kann. Dem gegenüber engagierten sich viele der kleineren Unternehmen in den Mittelzentren, in denen sie über komparative Vorteile verfügen.⁹⁵⁴ Insgesamt jedoch hat sich auch der Aktivitätsbereich der Projektentwickler im Zeitablauf deutlich ausgeweitet, so dass auch sie zunehmend auf nationaler oder sogar auf internationaler Ebene operieren.⁹⁵⁵ Ganze 44% der durch die IKB befragten Unternehmen hatten bereits ihren Radius über die Landesgrenzen hinweg ausgedehnt.⁹⁵⁶ Gleichzeitig operieren internationale Projektentwicklungsunternehmen wie Tishman Speyer, Hines und MAB zunehmend in Deutschland.⁹⁵⁷

Die Datenbasis, die für eine geschichtete Stichprobe im Bereich der Projektentwickler zur Verfügung steht, erweist sich als limitiert. Die eingangs angeführten Sammelwerke wie das „Who is Who“ und das „Pressetaschenbuch Immobilien-Wirtschaft“ bieten hier einen ersten Überblick, jedoch wird die erfolgreiche Zusammenstellung eines aussagekräftigen Panels in starkem Maße vom Rückgriff auf interne Quellen und auf Kundendatenbanken abhängen. Hinzu kommt, dass nur wenige Ballungsräume und Immobilientypen im Rahmen eines RECI relevant sind und daher sinnvollerweise auch nur diejenigen Projektentwickler einbezogen werden, die sich in den betreffenden Teilmärkten betätigen. Aus diesen Gründen fällt es tendenziell schwer, eine Stichprobengröße von ca. 100 Unternehmen zu erreichen, die sinnvollerweise erreicht werden muss.⁹⁵⁸ Schließlich muss auch bei Projektentwicklern die adäquate Person für die Teilnahme an einer klassischen Konjunkturumfrage identifiziert werden. Schulten und Rometsch schreiben, dass über die Hälfte der an der Befragung der BulwienGesa AG teilnehmenden Projektentwickler bis zu zehn und ca. 30% bis zu 50 Mitarbeiter beschäftigte.⁹⁵⁹ Angesichts dieser relativ überschaubaren Größenordnungen von Unternehmen mit stark heterogenen Kernkompetenzen wird vorgeschlagen,⁹⁶⁰ die jeweiligen Geschäftsführer direkt zu befragen.

⁹⁵⁴ Vgl. IKB Deutsche Industriebank AG (2004), S. 11.

⁹⁵⁵ Vgl. Knobloch (2002), S. 45.

⁹⁵⁶ Vgl. IKB Deutsche Industriebank AG (2004), S. 12.

⁹⁵⁷ Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 170f.

⁹⁵⁸ Dieser Punkt wird an späterer Stelle in Punkt 5.2.7 wieder aufgegriffen.

⁹⁵⁹ Vgl. Schulten/Rometsch (2002), S. 542f.

⁹⁶⁰ Nur den wenigsten Projektentwicklungsunternehmen wird es aus Gründen der Kapazität und der Kenntnisse möglich sein, alle Teilaspekte des komplexen Entwicklungsprozesses mit eigenen Ressourcen abzudecken. Vielmehr source Projektentwickler in Abhängigkeit von der eigenen Kernkompetenz unterschiedliche Bereiche an externe Dienstleister aus. Vgl. Schulte/Bone-Winkel/Rottke (2002), S. 57. Aus diesem Grund kann nicht mit Sicherheit davon ausgegangen werden, dass innerhalb eines Projektentwicklungsunternehmens eine gewisse Funktion angetroffen werden kann.

5.2.2.5 Nutzer

Wie bereits an früherer Stelle angemerkt wurde, stellen die Nutzer eine der am wenigsten greifbaren Gruppen am Immobilienmarkt dar.⁹⁶¹ Während dieser Umstand auf der einen Seite bereits in Deutschland auf ihre schiere Anzahl zurückzuführen ist, wird er auf der anderen Seite dadurch erschwert, dass mit der globalen Vernetzung der internationalen Weltmärkte auch die Bedeutung ausländischer Nutzergruppen stark angestiegen ist. Dies gilt insbesondere für den Handelsimmobilienmarkt, auf dem sich bspw. im Jahr 2002 abzeichnete, dass fast 180 internationale Einzelhändler zwischen dem Jahr 2003 und 2008 einen Eintritt in den deutschen Markt planten.⁹⁶² Auf der anderen Seite treten nationale Volkswirtschaften zunehmend miteinander in Wettbewerb, was teilweise zur partiellen oder vollständigen Abwanderung bedeutender Nutzergruppen aus Deutschland führt. Dieses so genannte offshoring betrifft dabei vor allem kostenintensive Industrie- und Dienstleistungsstandorte, die Nutzer an weniger entwickelte, aber relativ betrachtet kostengünstigere Länder verlieren.⁹⁶³ JLL geht davon aus, dass diese Entwicklung erst ihren Anfang genommen hat und sie ihre volle Breite im Verlauf der kommenden fünf bis zehn Jahre zeigen wird.⁹⁶⁴ Unter diesen Umständen bestätigt sich die Pragmatik des Ansatzes der DB Real Estate bei der Konstruktion der DB Real Estate Survey of Leasing Sentiment, die Makler als Experten für den Vermietungsbereich anstelle der Nutzer zu befragen. Er bietet den zusätzlichen Vorteil, dass Intermediäre befragt werden, die im Zweifelsfall über eine höhere Immobilienexpertise verfügen als die Nutzer selbst, da deren Kerngeschäft in der Regel außerhalb des Immobilienmarktes angesiedelt ist.

Als Maklerunternehmen ist definiert, „wer gegen Entgelt den Abschluss von Verträgen oder die Gelegenheit zum Abschluss von Verträgen vermittelt.“⁹⁶⁵ Über die Anzahl der in diesem Tätigkeitsfeld aktiven Unternehmen in Deutschland liegen keine verlässlichen Zahlen vor, jedoch gehen Schätzungen des ehemaligen Ring Deutscher Makler von einer Anzahl an Betrieben in Höhe von 16.000 aus. Zu ihnen zählen schätzungsweise allein 9.000 Hausverwalter⁹⁶⁶ und darüber hinaus eine Fülle weiterer Unternehmen, die sich auf den wohnungswirtschaftlichen Bereich spezialisiert haben. Die Zahl

⁹⁶¹ Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 201.

⁹⁶² Vgl. Karl (2002), S. 32.

⁹⁶³ Neben den Kostenvorteilen spielt auch die Verlagerungsfähigkeit der jeweiligen Industrien und ihrer einzelnen Produktgruppen eine große Rolle. Eine Untersuchung der Boston Consulting Group ergab, dass unter diesen Gesichtspunkten vor allem in der Möbelindustrie, der Unterhaltungselektronikindustrie, der Halbleiterindustrie und der Bekleidungsindustrie mit einer vermehrten Verlagerung gerechnet werden muss. Vgl. Boston Consulting Group (2004), S. 16.

⁹⁶⁴ Vgl. Plumb et al. (2004), S. 1.

⁹⁶⁵ Haber et al. (2004), S. 573.

⁹⁶⁶ Vgl. Deutscher Bundestag (2004), S. 5.

der für die vorliegende Studie relevanten Betriebe reduziert sich zusätzlich drastisch, sofern man nur die auf dem institutionellen Gewerbeimmobilienmarkt aktiven Maklerunternehmen betrachtet. Auf der einen Seite handelt es sich dabei um international aktive Immobilienberatungsunternehmen wie bspw. JLL, DTZ Zadelhoff Tie Leung, Atis Real und Aengevelt. Hinzu kommen auf der anderen Seite die regionalen Maklerunternehmen wie bspw. Grossmann & Berger in Hamburg, Schauer und Schöll in München und Brockhoff & Partner im Ruhrgebiet, die in einzelnen Märkten eine sehr hohe Marktdurchdringung erzielen.⁹⁶⁷ Ansätze für die Datengewinnung bieten die Maklerrankings der Fachzeitschrift Immobilien Manager sowie die überregionalen Maklerverbünde wie bspw. Property Partners und Deutsche Immobilien Partner (DIP).

Aus der Substitution der Endnutzer von Flächen durch die Flächenvermittler folgt direkt, dass nicht mehr von einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen ausgegangen werden kann, sondern dass es sich – zumindest in diesem Teilbereich des RECI – um eine Expertenbefragung handelt.⁹⁶⁸ Auf diese Weise reduziert sich stark die notwendige Menge an zu befragenden Unternehmen, da in jedem einzelnen typologischen Markt an einem Standort mit einer Anzahl von schätzungsweise 10 Unternehmen die wichtigsten Teilnehmer und damit die informiertesten Experten abgedeckt werden können. Gleichzeitig verändert sich die Art der zu befragenden Marktteilnehmer, da diejenigen Personen zu identifizieren sind, die über die breiteste Einsicht in das Marktgeschehen, nicht aber unbedingt über die weit reichendste Entscheidungsbefugnis verfügen. Dabei erweist es sich als vorteilhaft, dass viele Maklerunternehmen der typologischen und regionalen Untergliederung der Immobilienmärkte Rechnung tragen, indem sie auf regionale Immobilientypen spezialisierte Teams bilden. Vor diesem Hintergrund wäre ein geeigneter Ansprechpartner der Leiter eines regionalen Teams – bspw. der Bürovermietung oder des Büroinvestments in Frankfurt – oder der zuständige Verantwortliche aus dem Bereich Research und Marktbeobachtung.

5.2.3 Typologische Abdeckung

Der Bestimmung der typologischen Abdeckung des RECI kommt eine besondere Bedeutung zu, da sie die tatsächlichen Mengenverhältnisse auf dem deutschen Ge-

⁹⁶⁷ Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 197.

⁹⁶⁸ Die Folge eines derartigen Vorgehens ist, dass die Befragung der Makler praktisch als einzelner Konjunkturindikator angesehen werden muss. Dieser Punkt wird an späterer Stelle mit seinen Konsequenzen für die Methodik eines RECI dargestellt.

werbeimmobilienmarkt in gleichem Maße wie die Interessen der befragten Marktteilnehmer zu berücksichtigen hat. Einen umfassenden Überblick über die Immobilienbestände deutscher institutioneller Investoren vermittelt die an der ebs IMMOBILIENAKADEMIE jährlich durchgeführte Trooswijk-Studie. Für das Jahr 2004 weist sie aus, dass Immobilieninvestoren zu 66,1% in Büroimmobilien investiert waren und zu 14% in Handelsimmobilien, die beide somit die wichtigsten Immobilientypen darstellen. Es folgen Wohnimmobilien mit 10,6% und Industrieimmobilien mit 3,1%, die überwiegend ein Engagement in Logistikimmobilien widerspiegeln, das im Verlauf der kommenden Jahre weiter ansteigen wird. Bei der Interpretation dieser Zahlen muss beachtet werden, dass es sich dabei um internationale Bestände handelt, die zu 29,2% nicht auf dem deutschen Immobilienmarkt angesiedelt sind.⁹⁶⁹ Als Vergleich werden daher die Zahlen der im Dix abgebildeten deutschen Immobilienbestände institutioneller Immobilieninvestoren hinzugezogen. Sie bestätigen in der Tendenz die typologische Struktur des Anlagevermögens, da Büroimmobilien mit 56,7%, Handelsimmobilien mit 13,3% und Wohnimmobilien mit 10,4% in ähnlicher Dimension vertreten sind. Im Folgenden werden nur die Gewerbeimmobilien berücksichtigt.⁹⁷⁰

Seitens der Immobilienprojektentwickler zeigt sich ein ähnliches Bild der typologischen Verteilung. Die durch die BulwienGesa AG befragten Unternehmen beschäftigten sich im gewerblichen Bereich überwiegend mit der Projektentwicklung von Büroimmobilien, während die Entwicklung anderer gewerblicher Immobilientypen nachrangigen Charakter hatte.⁹⁷¹ Ein ähnliches Bild liefert die Studie der IKB, die – bei möglichen Mehrfachnennungen – demonstrierte, dass sich 70% der Entwickler mit Büroimmobilien und 54% mit Handelsobjekten beschäftigten. Überraschend hoch fiel mit 34% der Anteil der Unternehmen aus, die ebenfalls im Bereich der Logistikimmobilien aktiv war.⁹⁷²

Im Bankenbereich ist die typologische Unterteilung der Gewerbeimmobilienfinanzierung vor allem für die Hypothekenbanken gut dokumentiert. Da sie als die wichtigste Gruppe der Fremdfinanzierer angesehen werden können, werden an dieser Stelle ihre Bestände stellvertretend für die Bestände aller Marktteilnehmer betrachtet und analy-

⁹⁶⁹ Diese Entwicklung wird noch dadurch unterstützt, dass der Anlagedruck aufgrund steigender Mitteleinkommen auf Immobilienmärkten stark zugenommen hat, während gleichzeitig das Angebot an nationalen Anlagemöglichkeiten konstant blieb. Vgl. Schulte/Boll (2005), S. 30f.

⁹⁷⁰ Vgl. Deutsche Immobilien Datenbank (2004). Eine derartige inhaltliche Beschränkung erweist sich darüber hinaus als sinnvoll, da Wohnimmobilienmärkten eine unterschiedliche Dynamik als Gewerbeimmobilienmärkten innewohnt und ihr Einbezug die konjunkturelle Aussagekraft eines RECI verwässern könnte.

⁹⁷¹ Vgl. Schulten/Rometsch (2002), S. 537.

⁹⁷² Vgl. IKB Deutsche Industriebank AG (2004), S. 11.

siert.⁹⁷³ Demnach zeigt sich, dass auch hier Büroimmobilien mit 56% das bedeutsamste Marktsegment darstellten, gefolgt von den Handelsimmobilien mit einem Anteil in Höhe von 33%. Insgesamt zeichneten sich dabei tendenziell eine Abkehr von der Neubaufinanzierung und ein verstärktes Engagement im Bestandsgeschäft ab. Inwiefern dies jedoch einen allgemeinen Trend anzeigt oder lediglich das Resultat zyklischen Kreditvergabe Verhaltens darstellt, kann an dieser Stelle nicht festgestellt werden. Zusätzlich wurde deutlich, dass 59% des von Hypothekenbanken generierten, gewerblichen Finanzierungsneuzusagevolumens auf das Ausland entfiel.⁹⁷⁴

5.2.4 Regionale Abdeckung

Die im Rahmen eines qualitativen immobilienbezogenen Konjunkturindikators erfassbaren und abgebildeten Regionen hängen in direktem Ausmaß von den geographischen Schwerpunkten der Engagements der befragten Marktteilnehmer ab. Sofern die Auswahl der Marktteilnehmer erfolgreich war, handelt es sich dabei um die wichtigsten Immobilienstandorte und damit um die regionalen Schwerpunkte des institutionellen Immobilienmarktes. Unter der Annahme einer adäquaten Identifikation kann daher an dieser Stelle untersucht werden, welche Standorte eine besondere Stellung innerhalb des deutschen Gewerbeimmobilienmarktes einnehmen.

Betrachtet man den Markt für Büroimmobilien in Deutschland, so wird deutlich, dass sich am Flächenmarkt das Umsatzvolumen anders als in anderen Ländern auf eine Vielzahl von Standorten verteilt.⁹⁷⁵ Im Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre wiesen dabei vor allem die Standorte München, Frankfurt, Berlin, Hamburg und Düsseldorf den größten Flächenumsatz auf, gefolgt von Stuttgart und Köln.⁹⁷⁶ Auch am Markt für Einzelhandelsimmobilien handelt es sich bei diesen Städten – Stuttgart nimmt in diesem Fall eine etwas weniger exponierte Position ein – um die wichtigsten Standorte, wobei noch stärker als im Büroimmobilienbereich einzelne Lagen dominieren.⁹⁷⁷ Dabei

⁹⁷³ In Ermangelung einer entsprechenden typologischen Unterteilung im Bestand der Gewerbeimmobilienfinanzierung spiegeln die genannten Zahlen die Kreditzusagen der Hypothekenbanken dar. Da Fremdfinanzierer mit hoher Wahrscheinlichkeit an der Akquisition der meisten Immobilien im Bestand der institutionellen Investoren und an der Entwicklung der meisten Projekte der Projektentwickler beteiligt waren, kann davon ausgegangen werden, dass eine starke Übereinstimmung in der typologischen Unterteilung im gewerblichen Bereich in Deutschland besteht.

⁹⁷⁴ Vgl. Verband deutscher Hypothekenbanken (2005), S. 35.

⁹⁷⁵ In anderen europäischen Metropolen wie bspw. Frankreich und Großbritannien fokussiert sich demgegenüber ein Großteil der immobilienökonomischen Aktivität auf die jeweiligen Hauptstädte. Vgl. Bone-Winkel/Schulte/Focke (2005), S. 21.

⁹⁷⁶ Vgl. Beyerle et al. (2005), S. 11.

⁹⁷⁷ Vgl. Kemper's Verlag & Agentur GmbH (2005), S. 3; Müller International Immobilien GmbH (2004), S. 5.

erweist sich eine konkrete Zuordnung zu einzelnen Regionen teilweise als schwierig, da Einzelhandelsimmobilien in Abhängigkeit von der genauen Unterkategorie nicht zwangsläufig in einzelnen Städten angesiedelt sind, sondern in der Mitte von Ballungsgebieten oder „auf der grünen Wiese.“ In Anbetracht der Tatsache, dass vor allem bei den Shopping Centern ein Trend zurück in die Stadt ausgemacht werden kann,⁹⁷⁸ wird von diesem Aspekt abstrahiert.

Auch im Anlagebereich stellen in beiden typologischen Kategorien die genannten Standorte die wichtigsten Standorte dar. Dabei liegt jedoch ein Schwerpunkt auf den so genannten „Big Five“ Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München.⁹⁷⁹ Diese fünf Standorte stellen daher diejenigen regionalen Bereiche dar, auf die sich ein RECI in erster Linie beziehen sollte. Eine derartige Beschränkung erweist sich aufgrund des Innovationsgrades des Konstruktes und der hohen Bedeutung der Akzeptanz unter den Befragungsteilnehmern⁹⁸⁰ zunächst als unabdingbar. Nachdem sich das Konzept eines RECI zu einem späteren Zeitpunkt als erfolgreich bewährt hat, kann immer noch eine inhaltliche Erweiterung auf Städte wie Köln und Stuttgart erfolgen.

5.2.5 Fragenprogramm

Die inhaltliche und formbezogene Fragebogengestaltung hat einen erheblichen Einfluss auf die erzielbare Rücklaufquote sowie auf die Aussagefähigkeit der erhobenen Informationen. Sie erfordert ein breites Wissen über die Möglichkeiten und Grenzen anzuwendender Verfahren sowie ein hohes Maß an Erfahrung, um die kognitiven Reaktionen der Befragten auf bestimmte Frageformen abschätzen zu können. Bei der Festsetzung des Befragungsprogramms ist es daher von besonderer Bedeutung, auf Standards zurückzugreifen, die sich international bewährt haben. Dies gilt in besonderem Maße für klassische Konjunkturumfragen, da diese auf die Antworten von leitenden Angestellten und Unternehmern angewiesen sind, deren Zeit und Aufmerksamkeit klaren Einschränkungen unterliegen.⁹⁸¹ Das ifo Institut hat daher bereits zu einem relativ frühen Zeitpunkt die Gestaltungskriterien definiert, die bei der Konzeption eines entsprechenden Fragebogens zur Anwendung kommen sollen (vgl. Tabelle 4).

⁹⁷⁸ Vgl. Bulwien (2004), S. 101.

⁹⁷⁹ Vgl. Atis Real GmbH (2005), S. 10.

⁹⁸⁰ Vgl. Punkt 5.3.1.3.

⁹⁸¹ Vgl. OECD (2003), S. 11; OECD (2002), S. 115; Körber-Weik et al. (1988), S. 60f.

1	Die Bearbeitung des Fragebogens sollte, sofern sie durch einen leitenden Angestellten ausgeführt wird, nicht mehr als ein paar Minuten in Anspruch nehmen.
2	Fragen haben klar und einfach formuliert zu sein. Darüber hinaus müssen Fragestellungen vermieden werden, die das direkte Wissen des leitenden Angestellten überfordern.
3	Fragen sollten sich – wenn möglich – nicht auf Aggregate beziehen, sondern Bezug auf konkrete Artikel oder Produkte nehmen.
4	Der Fragebogen sollte die Beantwortung durch Ankreuzen ermöglichen. Fragestellungen sollten keine gesonderten Berechnungen oder Nachforschungen erfordern.
5	Antworten müssen streng vertraulich behandelt werden. Es sollte der Versuch unternommen werden, eine Vertrauensbeziehung zwischen dem Unternehmen und dem erhebenden Institut aufzubauen.
6	Die Ergebnisse des Tests müssen in einer Form präsentiert werden, die den Bedürfnissen von Geschäftsleuten Rechnung trägt. Sie sind den Teilnehmern so schnell wie möglich zu übermitteln.

Tabelle 4: Gestaltungskriterien für Konjunkturumfragen⁹⁸²

Im Fall eines RECI gilt es zu beachten, dass die Angehörigen mancher institutioneller Teilbereiche der deutschen Immobilienwirtschaft bereits über Erfahrung im Umgang mit Konjunkturumfragen verfügen,⁹⁸³ während diese Voraussetzung bei anderen nicht gegeben ist. Aus diesem Grunde muss dem eigentlichen Fragebogen eine einleitende Erklärung vorangehen, die kurz das Ziel der Befragung darstellt, die notwendige Vertraulichkeit der Angaben zusichert, daran erinnert, dass der Fragebogen sich an leitende Angestellte und Unternehmer richtet und darum bittet, nur für Geschäftsfelder zu antworten, die gegenwärtig oder zukünftig Gegenstand der Geschäftstätigkeit sind.⁹⁸⁴ Zugleich ist es von Vorteil, wenn die Form der Befragung nicht signifikant von der Form der durch das ifo Institut eingesetzten Befragungen abweicht, um Irritationen zu vermeiden, die zu einer längeren oder ungenaueren Beantwortung führen und die Repräsentativität der Umfrage vermindern. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, dass das Bauhauptgewerbe als wichtiger Bestandteil des Immobilienmarktes nicht gesondert erhoben wird, da es durch den entsprechenden ifo Konjunkturtest in Deutschland bereits abgedeckt ist. Sofern eine Vergleichbarkeit zwischen den Erhebungen des

⁹⁸² Quelle: Marquardt/Strigel (1959) zitiert nach Snyman (1994), S. 185f.

⁹⁸³ Dies gilt vor allem für Unternehmen, die durch den ifo Konjunkturtest Bauhauptgewerbe erfasst werden und gleichzeitig als Projektentwickler tätig sind, für Maklerunternehmen, die bereits am ifo Konjunkturtest Dienstleistungen teilnehmen, sowie für institutionelle Investoren der Versicherungsbranche, die durch den ifo Konjunkturtest Versicherungswirtschaft abgedeckt werden.

⁹⁸⁴ Vgl. OECD (2003), S. 14. Besonders der letzte Aspekt ist von großer Bedeutung, da die wenigsten Marktteilnehmer sich auf allen typologischen und regionalen Teilmärkten engagieren.

RECI und den Ergebnissen aus dem Bauhauptgewerbe sowie eine potenzielle Zusammenführung der Teilergebnisse gewünscht ist, sind grundsätzlich vergleichbare Vorgehensweisen erforderlich.

Wie aus den Punkten zwei und drei der oben angeführten Gestaltungskriterien hervorgeht und in der Literatur an vielen Stellen betont wird, dürfen sich Fragestellungen erstens nur auf klar abgegrenzte Sachverhalte beziehen, die dem Befragten bekannt sind und keiner gesonderten Recherche bedürfen.⁹⁸⁵ Zweitens sind nur diejenigen Themenfelder abzudecken, für die von einer vollständigen und wahrheitsgemäßen Beantwortung ausgegangen werden kann.⁹⁸⁶ Drittens erfordert eine hohe Rücklaufquote eine Beschränkung auf Fragen, die nicht lediglich unter theoretischen oder wissenschaftlichen Gesichtspunkten von Relevanz sind, sondern auch den Informationsbedürfnissen des teilnehmenden Entscheiders Rechnung tragen.⁹⁸⁷ Alle drei Kriterien finden bei der Erarbeitung des nachfolgend abgeleiteten Fragenprogramms Berücksichtigung. Wie im Rahmen der internationalen Fallstudienanalyse werden unter diesem Begriff auch hier die Art der erhobenen Information, die Anzahl und Art der Fragen, die Anzahl und Art der Antwortkategorien, die erhobenen Zeiträume und, weil ein Zusammenhang besteht zwischen dem Umfang des Fragenprogramms und der Häufigkeit seiner Durchführung, dem Befragungsrhythmus subsumiert.

In Übereinstimmung mit der begrifflichen Bestimmung eines Geschäftsklimaindiktors in Punkt 2.2.1, der Definition eines RECI in Abschnitt 5.1 und den Erkenntnissen aus Abschnitt 4.4 stehen als Informationstypen Beurteilungen der gegenwärtigen und Erwartungen bezüglich der zukünftigen Geschäftslage im Vordergrund.⁹⁸⁸ Somit wäre ein RECI zum Zeitpunkt t formal beschrieben durch die Gleichung:

$$RECI_t = f(C_t, \Delta C_{t+n})^{989}$$

⁹⁸⁵ Vgl. Mattern (2000), S. 257; Körber-Weik et al. (1988), S. 60f.

⁹⁸⁶ Die Gefahr der Auslassung oder der gezielten Falschinformation besteht vor allem bei sensiblen firmeninternen Informationen. Vgl. Pilder (1984), S. 150.

⁹⁸⁷ Vgl. OECD (2003), S. 11; Körber-Weik et al. (1988), S. 59f.

⁹⁸⁸ Langfristig betrachtet mag eine Erfassung von Instrumentalvariablen wie Kredit- und Investitionsvolumina interessant sein, jedoch sollte dies aufgrund der Vertraulichkeit der Information erst in Betracht gezogen werden, nachdem der Markt einen potenziellen RECI akzeptiert hat.

⁹⁸⁹ Mit C_t für Konjunktur zum Zeitpunkt t und ΔC_{t+n} für die erwartete konjunkturelle Veränderung zum Zeitpunkt $t+n$. In Anlehnung an Körber-Weik et al. (1988), S. 81.

Wie die Beschreibung der Struktur von Immobilienmärkten in Punkt 3.1.1 und die Untersuchung der Ursachen der Immobilienkonjunktur in Punkt 3.1.3 ergeben hat, verändert sich im Zeitablauf die relative Ausprägung von Wirkungszusammenhängen zwischen Submärkten im Immobilienzyklus. Ein RECI sollte daher eine differenzierte Betrachtung ermöglichen, indem – in Abhängigkeit von der spezifischen Natur des Befragten – Beurteilungen und Erwartungen getrennt nach verschiedenen inhaltlichen Teilmärkten des Immobilienmarktes erhoben werden. Um die Vergleichbarkeit mit den Ergebnissen für den Projektentwicklungsmarkt zu erhalten, wird an der trichotomen, ordinalen Skalierung des ifo Konjunkturtests zunächst festgehalten. Als prototype Fragen ergeben sich daher:

„Wir beurteilen unsere Geschäftslage am Flächenmarkt/Investmentmarkt/ Projektentwicklungsmarkt zurzeit als“

- gut
- befriedigend bzw. saisonüblich,
- schlecht

„Unsere Geschäftslage am Flächenmarkt/Investmentmarkt/Projektentwicklungsmarkt wird in den nächsten [...] Monaten in konjunktureller Hinsicht – also unter Ausschaltung rein saisonaler Schwankungen“⁹⁹⁰

- eher günstiger
- etwa gleich bleiben
- eher ungünstiger

Für den Begriff der Geschäftslage werden in Übereinstimmung mit der Vorgehensweise des ifo Instituts ausdrücklich weder Bezugsgröße noch Bezugsniveau vorgegeben, da nicht jedes Unternehmen von Veränderungen einzelner Variablen oder einzelner Märkte im gleichen Maße betroffen ist. Auch wird es jedem Befragten selbst überlassen, zu entscheiden, was für sein Unternehmen jeweils „gut“, „befriedigend“ oder „schlecht“ bedeutet, da für eine Verhaltensrelevanz von Beurteilungen und Erwartungen nur das Urteil selbst, nicht jedoch die im Zeitablauf unterschiedliche Zusammensetzung der für das Urteil relevanten Einflussfaktoren von Bedeutung ist.⁹⁹¹

Inhaltlich bleibt zu bestimmen, welche Erwartungszeiträume für Immobilienmärkte anzusetzen sind. Als problematisch erweist sich dabei, dass Marktteilnehmer im Allgemeinen nur selten zu einem bestimmten Zeitpunkt genug über die zukünftige Markt-

⁹⁹⁰ Hier soll noch einmal betont werden, dass saisonale Schwankungen keine Rolle spielen. Internationale Erfahrungen haben gezeigt, dass durch derartige Formulierungen eine eventuelle Saisonkomponente zwar nicht eliminiert, jedoch stark reduziert werden kann. Vgl. OECD (2003), S. 15.

⁹⁹¹ Vgl. Punkt 2.2.2.

entwicklung wissen, um eine Strategie entwerfen zu können, die bis zum Ende des Prognosezeitraumes nicht mehr geändert werden muss. Meistens werden im Zeitablauf neue Informationen auftauchen und unvorhergesehene Ereignisse eintreten, die die Beurteilungen und Erwartungen und – über die Verhaltensrelevanz des Geschäftsklimas – das Vorgehen am Markt verändern. Je kürzer demnach der Prognosezeitraum gefasst wird, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit einer Änderung der den Erwartungen zugrunde gelegten Annahmen über die Ausprägung des relevanten Marktumfelds und desto höher wird der Zusammenhang zwischen Erwartungen und Handlungen ausfallen. Erhebt man hingegen Erwartungen über 12 oder 24 Monate, dann sollte unter diesen Umständen die Verhaltensrelevanz theoretisch nachlassen. Kurzfristige Erwartungen spielen somit im Regelfall eine größere Rolle als mittelfristige.

Zentrale Voraussetzung für die Gültigkeit dieses Vorbehalts auf Immobilienmärkten ist die Unterstellung, dass einmal bestehende Engagements im gleichen Maße wie auf anderen Märkten kurzfristig erweitert oder eingeschränkt, im Extremfall sogar umgekehrt werden können. An dieser Stelle wird argumentiert, dass auf einem Immobilienmarkt die Fähigkeit der Marktteilnehmer, ihr Verhalten kurzfristig anzupassen, geringer ausfällt als in anderen Branchen. Dies gilt für Banken und Investoren, da Banken nicht ohne weiteres Darlehen kündigen und Investoren in einem intransparenten Markt mit hohen Informations- und Suchkosten nicht ohne weiteres zu angemessenen Preisen Objekte kaufen oder verkaufen können.⁹⁹² In besonderem Maße trifft es jedoch auf Projektentwickler zu, da die Rentabilität ihrer Projekte aufgrund der zeitlichen Verzögerung zwischen Baubeginn und Baufertigstellung fast ausschließlich von der zukünftigen Marktlage bestimmt wird. Ein einmal eingegangenes Engagement hat demnach für viele Gruppen von Marktteilnehmern eine längerfristige Bindung zur Folge, die nicht ohne weiteres rückgängig gemacht werden kann. Zusätzlich läuft – wie bereits angeführt – die Entwicklung zentraler Variablen des Immobilienmarktes im Zeitablauf nur sehr langsam ab, so dass der Erwartungszeitraum weiter gefasst werden muss, um Veränderungstendenzen anzeigen zu können. Im Vergleich zu anderen Branchen spielen auf Immobilienmärkten mittelfristige Erwartungen somit eine größere Rolle als kurzfristige Erwartungen. Damit einher geht jedoch keine Annahme über den Zeitraum, über den hinweg Erwartungen eine Verhaltensrelevanz besitzen, da der Erwartungshorizont, der für die Handlungen maßgeblich ist, und der Zeitraum, der vergeht bevor aufgrund von Beurteilungen und Erwartungen Handlungen eingeleitet werden, nicht

⁹⁹² Vgl. Pfnür/Armonat (2001), S. 79.

notwendigerweise zusammenfallen.⁹⁹³ Im Vergleich zu den Konjunkturmfragen des ifo Instituts stellt ein Erwartungshorizont von mehr als sechs Monaten ein Novum dar. Aus diesem Grund und vor dem Hintergrund der Vergleichbarkeit mit den Ergebnissen des ifo Konjunkturtests Bauhauptgewerbe werden für die vorliegende Befragung Erwartungszeiträume von sowohl 12 Monaten als auch 24 Monaten⁹⁹⁴ angesetzt.

Außer in Bezug auf die Zeitpunkte weicht die Befragung der Makler in Form und Inhalt von der Befragung der Investoren, Fremdfinanzierer und Projektentwickler ab. Die Abweichung ist notwendig, da Makler nicht in ihrer Rolle als Entscheidungsträger befragt werden, sondern als Experten für den jeweilig betrachteten Markt. Diese Unterscheidung ist von großer Bedeutung für die Konzeption des RECI im Allgemeinen und für die Aggregation seiner einzelnen Komponenten zu einem Gesamtindikator.⁹⁹⁵ Sie impliziert darüber hinaus eine unterschiedliche Form der Fragestellung sowie eine Spezifikation der Frage im Hinblick auf die jeweilige Komponente der Nachfrageseite am betrachteten sachlichen Teilmarkt. Anders als bei den bereits vorgestellten Formulierungen bezieht sich die Fragestellung nämlich nicht auf einen unternehmensinternen Sachverhalt wie bspw. die spezifische Geschäftslage, sondern auf eine konkrete unternehmensexterne Größe. Zwar wäre es denkbar, die „Geschäftslage seitens der Flächennachfrage“ zu erfassen, jedoch geht damit noch nicht zwangsläufig ein konjunkturell relevanter Impuls auf die Leerstandsdaten und damit auf die Mietpreise einher. Vielmehr ist wahrscheinlich, dass Unternehmen – dies ist bspw. gegenwärtig in Frankfurt zu beobachten – während der Marktbereinigungsphase in hohem Ausmaß die Gelegenheit für den Bezug neuer Flächen zu einem günstigen Mietpreis ergreifen. Unter diesen Umständen erfahren die Maklerunternehmen eine starke Belebung des Vermietungsgeschäftes, während die Nutzer gleichzeitig größere Flächenbestände freisetzen als sie neu anmieten und damit verdeckten Leerstand offen legen.⁹⁹⁶ In gleicher Weise würde daher die Frage nach dem gegenwärtigen und zukünftigen Flächenumsatz oder nach den Neuanfragen in konzeptioneller Hinsicht zu kurz greifen.

⁹⁹³ Dieser letztere Zeitraum beschreibt den tatsächlichen Vorlauf des Geschäftsklimaindikatoren. Es ist denkbar, dass aufgrund der langsameren Anpassungsprozesse auf Immobilienmärkten auch die konjunkturelle Reaktion später erfolgt als auf anderen Märkten. Dies könnte bspw. im Fall von Immobilieninvestoren auf den Umstand zurückgehen, dass ihre Geschäftslage aufgrund von langfristig zu einem hohen Mietpreis abgeschlossenen Mietverträgen auch dann noch gut ausfällt, wenn die allgemeine Marktlage dieses Urteil nicht mehr rechtfertigt. Eine empirische Überprüfung ist ex ante jedoch nicht möglich und entsprechende Studien sind nicht bekannt.

⁹⁹⁴ Vorteilhaft an einem Zeitraum von 12 Monaten ist, dass die Antwort des Befragten per se frei von saisonalen Einflüssen ist. Als problematisch erweist sich jedoch dass eine solche Periode nicht vom ifo Institut für den Bausektor erhoben wird. Möglicherweise könnte nach Rücksprache mit dem ifo Institut der bestehende Fragebogen im Rahmen einer Kooperation ergänzt werden.

⁹⁹⁵ Vgl. Punkt 5.2.7.

⁹⁹⁶ Vgl. Wiktorin (2005b), S. 43.

Als einzige in Bezug auf den Flächenmarkt sinnvollerweise abzufragende Größe wird daher die Nettoabsorption erachtet,⁹⁹⁷ die bspw. für den Büromarkt durch die gif als die „Veränderung der in Anspruch genommenen Büroflächen während eines bestimmten Zeitraumes in einem definierten Marktgebiet“⁹⁹⁸ beschrieben wird. Aus der Definition geht hervor, dass es sich bei der Nettoabsorption um eine Stromgröße handelt, was mit entsprechenden Folgen für die Formulierung einer auf die Erfassung der gegenwärtigen konjunkturellen Situation am Flächenmarkt abzielenden Fragestellung einhergeht. Aufgrund des bereits beschriebenen hohen Anteils der Eigennutzer auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt könnte eine zweite Form der Fragestellung sich auf die Flächennachfrage seitens der Eigennutzer beziehen. In der Regel umfassen Größen wie der Flächenumsatz oder die Nettoabsorption jedoch sowohl Mieter als auch Eigennutzer, so dass eine Unterscheidung von den befragten Experten eine erweiterte Datenaufbereitung erfordern würde mit potenziell negativen Folgen für die Rücklaufquote oder die Qualität der Aussage. Um die bei einer Expertenbefragung unter einer kleinen Anzahl dominierender Marktteilnehmer besonders wichtige Konstanz und Qualität der Beantwortung zu gewährleisten, wird an dieser Stelle zunächst von einer weiteren Unterteilung abgesehen:

Wie beurteilen Sie das Niveau der Nettoabsorption im Verlauf der vergangenen drei Monate in den folgenden Teilmärkten?

- Überdurchschnittlich
- Durchschnittlich
- Unterdurchschnittlich

Wie beurteilen Sie die Entwicklung der Nettoabsorption in den nächsten [...] Monaten in den folgenden Teilmärkten?

- Rückläufig
- Gleich
- Ansteigend

Selbstverständlich bedarf das Fragenprogramm sowohl bei klassischen Konjunkturfra-
gen als auch bei Expertenbefragungen zusätzlich einer Erweiterung um regionale

⁹⁹⁷ Vgl. Bulwien (2004), S. 81.

⁹⁹⁸ gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (2004), S. 5. Sie wird in der Praxis berechnet, indem man von den neu auf den Markt gekommenen Flächen den Abgang an Flächen subtrahiert und dazu die Differenz zwischen Leerstand am Ende und zu Beginn der betrachteten Periode addiert. Auf diese Weise enthält die Flächenabsorption auch Elemente des Flächenangebots, was sich für die Aussagekraft eines RECI als nachteilig erweist. Vorteilhafter wäre eine Berechnung der Nettoabsorption über eines der beiden alternativ möglichen Verfahren, die sie bspw. als die Differenz der erfassten Flächeninanspruchnahme am Ende eines Beobachtungszeitraums und derjenigen am Beginn der betrachteten Periode interpretieren. Aus Gründen der Datenverfügbarkeit wird überwiegend auf die erstgenannte Methode zurückgegriffen. Vgl. gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (2004), S. 12; Jones Lang LaSalle Research Germany (2004), S. 5.

und typologische Aspekte. Zum einen ist dies notwendig, weil es Marktteilnehmern in der Regel schwer fällt, sich über ein globales Phänomen wie „die“ konjunkturelle Entwicklung ohne nähere Bestimmung zu äußern.⁹⁹⁹ Dies gilt umso mehr für „den“ Immobilienmarkt, der sich aus einer Vielzahl von äußerst unterschiedlichen Einzelmärkten zusammensetzt. Zum anderen werden für die meisten Marktteilnehmer in Deutschland, auch wenn sie Immobilienzyklen allgemein für sehr wichtig erachten,¹⁰⁰⁰ nur die Dynamiken einzelner Märkte von Interesse sein, da sie nur auf diesen aktiv sind und hier über einen entsprechenden Informationsbedarf verfügen. Tabelle 5 stellt das direkte Resultat der Ausführungen in Punkt 5.2.3 sowie 5.2.4 dar und zeigt die Grundgesamtheit aller Teilmärkte, auf die sich die jeweilige Fragestellung bezieht. Dabei wird angenommen, dass Befragungsteilnehmer in Übereinstimmung mit der dem Fragebogen beiliegenden, einleitenden Erklärung nur für die Teilmärkte antworten, auf denen sie gegenwärtig aktiv sind oder für die sie planen, zukünftig Engagements aufzubauen. Sicherheitshalber wird darum gebeten werden, Märkte, an denen der betreffende Marktteilnehmer nicht aktiv ist, gesondert zu kennzeichnen.¹⁰⁰¹

	Büro	Einzelhandel	Alle Teilmärkte
...in Berlin			
...in Düsseldorf			
...in Frankfurt			
...in Hamburg			
...in München			
...in allen Städten			

Tabelle 5: *Regional-typologische Matrix des Fragebogens*¹⁰⁰²

Neben den Fragen nach der Beurteilung der Geschäftslage und den Geschäftserwartungen umfassen Konjunkturumfragen im Regelfall noch eine Vielzahl weiterer Fragestellungen, die es erlauben, ein genaueres Bild der gegenwärtigen konjunkturellen Lage zu zeichnen. Hauptsächlich handelt es sich dabei um Variablen, die entweder ein

⁹⁹⁹ Vgl. Güntzel (1994), S. 41f.

¹⁰⁰⁰ Vgl. Schulte/Newell/Worzala (2003), S. 12. Eine Untersuchung des ebs Department of Real Estate ergab, dass deutsche institutionelle Immobilieninvestoren Immobilienzyklen für den drittwichtigsten Forschungsbereich halten. Die im Vergleich zu Newell et al. (2004) unterschiedlichen Ergebnisse in Bezug auf den Stellenwert gehen darauf zurück, dass ein Großteil der Antworten deutscher Teilnehmer aus Gründen der Datenkonsistenz nicht in den internationalen Vergleich Eingang gefunden hat. Vgl. Newell et al. (2004), S. 169, Endnote 3.

¹⁰⁰¹ Vgl. Punkt 5.2.7.

¹⁰⁰² Quelle: Eigene Darstellung.

frühes Stadium der Leistungserstellung des jeweiligen Betriebes abdecken, bspw. Auftragsbestände, oder die schnell auf Veränderungen des wirtschaftlichen Umfeldes reagieren, wie dies bei Lagerbeständen der Fall ist.¹⁰⁰³ Dazu kommen Sonderfragen, die zwar ebenfalls regelmäßig erhoben werden, dafür aber in größeren Zeitabständen. Mit ihrer Hilfe werden unter anderem die Sachverhalte abgefragt, die – wie bereits in Punkt 2.2.2 dargestellt – eine nähere Bestimmung der konjunkturellen Lage als angebots- oder nachfrageinduziert ermöglichen.¹⁰⁰⁴

Erweiterungen des Frageprogramms über das für einen RECI notwendige Maß hinaus sind, sofern gewünscht, gruppenspezifisch abzuleiten.¹⁰⁰⁵ Dasselbe gilt prinzipiell für die Sonderfragen. Generell muss jedoch beachtet werden, dass das bisherige Frageprogramm mit einer Beurteilungsfrage und zwei Erwartungsfragen, die gesondert für zwei sachliche Teilmärkte erhoben werden, bereits sechs Fragen umfasst, die sich auf jeweils 12 Teilmärkte beziehen. Dies übersteigt bereits die Komplexität des ifo Konjunkturtests, der im Regelfall zwölf allgemeine monatliche Standardfragen sowie vierteljährliche Sonderfragen umfasst und innerhalb von nicht mehr als 15 Minuten beantwortet werden kann.¹⁰⁰⁶ Auch rät die OECD zu einer maximalen Fragebogenlänge von zwei Seiten,¹⁰⁰⁷ die bei der Berücksichtigung weiterer Fragestellungen neben Beurteilungen und Erwartungen überschritten würde. Angesichts der Vielzahl von an Universitäten durchgeführten fragebogengestützten Datenerhebungen auf dem deutschen Immobilienmarkt¹⁰⁰⁸ scheint daher eine inhaltliche Limitierung zunächst unumgänglich.¹⁰⁰⁹ Möglicherweise könnten einmal pro Jahr für jede Gruppe Sonderfragen gestellt werden, die bspw. die folgende Form annehmen könnten:

Projektentwickler:

Wie beurteilen Sie den gegenwärtigen Einfluss der Verfügbarkeit von Fremdkapital auf Ihre Geschäftslage in der Projektentwicklung?

- Positiv
- Neutral
- Negativ

¹⁰⁰³ Vgl. OECD (2003), S. 11.

¹⁰⁰⁴ Auf diese Weise lässt sich bei einem Nachfrageengpass näher bestimmen, ob es an inländischer oder ausländischer Nachfrage fehlt. Ebenso kann auf diese Weise ermittelt werden, ob angebotsseitig Engpässe in Bezug auf Ausrüstung, Produktionskapazität, Arbeitskräfte, Rohstoffe oder Kapital bestehen. Vgl. OECD (2003), S. 14.

¹⁰⁰⁵ Einheitliche Fragestellungen würden hier aufgrund der Verschiedenartigkeit der Geschäftsmodelle nur eingeschränkt Sinn machen.

¹⁰⁰⁶ Vgl. Oppenländer (2002), S. 2.

¹⁰⁰⁷ Vgl. OECD (2003), S. 13.

¹⁰⁰⁸ Viele deutsche Immobilienunternehmen lehnen es inzwischen kategorisch ab, Fragebögen zu beantworten.

¹⁰⁰⁹ Eine erfolgreiche Einführung des RECI in Deutschland ermöglicht immer noch eine spätere Erweiterung des Fragenprogramms auf weitere relevante Sachverhalte.

Fremdfinanzierer:

Wie beurteilen Sie den gegenwärtigen Einfluss der durchschnittlichen Bonität der Kreditnehmer auf Ihre Geschäftslage im Neugeschäft?

- Positiv
- Neutral
- Negativ

Investoren:

Wie beurteilen Sie den gegenwärtigen Einfluss der Verfügbarkeit adäquater Investitionsobjekte auf Ihre Geschäftslage am Investmentmarkt?

- Positiv
- Neutral
- Negativ

Makler:

Wie stark werden die Expansionspläne deutscher oder internationaler Immobiliennutzer in Deutschland durch die fehlende Verfügbarkeit geeigneter Flächen behindert?

- Überhaupt nicht
- Leicht
- Deutlich

Aus der Dichte des im Vorangehenden abgeleiteten Fragenprogramms folgt eine notwendige Beschränkung auf vierteljährliche Befragungen, die für konjunkturelle Betrachtungen jedoch noch ausreicht. Im Vergleich zu monatlichen Erhebungen erfordern vierteljährliche Konjunkturumfragen einen erweiterten Erhebungszeitraum bevor die Länge der Zeitreihe eine Überprüfung ihrer konjunkturellen Aussagekraft zulässt. Es ist daher besonders wichtig, die einzelnen Datenpunkte von Anfang an vergleichbar zu halten, indem einzelne Fragen im Zeitablauf nicht verändert werden müssen.¹⁰¹⁰ Nicht zuletzt aus diesem Grund erfordert die Aufstellung eines Fragenprogramms eine genaue Überprüfung im Hinblick auf seine Adäquatheit im Rahmen einer Probeerhebung. Sie ist der Gegenstand des folgenden Punktes.

5.2.6 Probeerhebung

Im Gegensatz zu einer allgemeinen Probeerhebung, die einen Schwerpunkt auf das Verständnis der Fragen sowie auf die dem Antwortprozess unterliegenden inhaltlichen und begrifflichen Vorstellungen setzt,¹⁰¹¹ beschäftigt sich die Probeerhebung einer Konjunkturumfrage vorrangig mit den Nutzeranforderungen und –bedürfnissen, dem Beantwortungsaufwand und den dazu in den jeweiligen Betrieben zur Verfügung ste-

¹⁰¹⁰ Vgl. Ruppert (2004b), S. 16; Körber-Weik et al. (1988), S. 63.

¹⁰¹¹ Vgl. Güntzel (1994), S. 39.

henden Ressourcen.¹⁰¹² Zum Zweck der Überprüfung des vorliegenden Fragebogens wurde ein mehrstufiges Erhebungsverfahren konstruiert, das die folgenden Instanzen umfasste:

1. Einen leitenden Angestellten aus dem Bereich der Unternehmensbefragungen am ifo Institut. Diese Stufe des Pre-Tests diente der Beurteilung der allgemeinen Tauglichkeit des Fragenprogramms basierend auf über 50 Jahren Erfahrung des ifo Institut in der Strukturierung von Konjunkturmfragen für die Gesamtwirtschaft sowie für einzelne Branchen. Für diesen Zweck wurde Gernot Nerb befragt, der sich bereits seit der Veröffentlichung seiner Dissertation in 1975 intensiv mit dem Forschungsgebiet auseinandersetzt. Weltweit stellt er – nicht zuletzt aufgrund seiner leitenden Tätigkeit für das CIRET und diverser Publikationen – einen der anerkanntesten Experten in der Indikatorenforschung dar.
2. Koordinatoren der in Abschnitt 4.2 und 4.3 identifizierten internationalen immobilienbezogenen Konjunkturmfragen.¹⁰¹³ Diese Stufe diente der Beurteilung der Tauglichkeit des Fragenprogramms basierend auf den Erfahrungen, die die jeweiligen Koordinatoren bei der Durchführung ihrer Umfragen auf Immobilienmärkten gemacht haben. An dieser Stelle wurden vor allem die Koordinatoren des Washington RECI und des Texas RECI befragt, da ihre Umfragen die größte Grundgesamtheit abdecken und in Ansätzen bereits quantitativ untersucht werden konnten. Ebenso wurden an dieser Stelle die Leiter der Immobilienökonomischen Marktforschung von JLL in Deutschland befragt, deren Einblicke in den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt von besonderer Bedeutung sind.¹⁰¹⁴ Auch sie erheben einen qualitativen Konjunkturindikator.¹⁰¹⁵
3. Ausgewählte Mitglieder der vier in Punkt 5.2.2 abgeleiteten Institutionen. Diese Stufe des Pre-Tests diente der Beurteilung der Nutzerfreundlichkeit des Fragenprogramms sowie der Überprüfung des Interesses, das ihm insgesamt und in einzelnen Teilbereichen entgegengebracht wird. Diese Stufe umfasste die Befragung von je drei Mitgliedern aus den Bereichen der Immobilieninvestoren,

¹⁰¹² Vgl. OECD (2002), S. 118. Die den Antwortprozess bestimmenden Variablen werden, wie vorangehend dargestellt, aufgrund ihrer zu erwartenden extremen intersubjektiven und intertemporalen Heterogenität nicht untersucht.

¹⁰¹³ Hier wurden diejenigen Koordinatoren der internationalen immobilienbezogenen Konjunkturmfragen einbezogen, die selbst Daten erheben und die noch persönlich identifizierbar waren. Vor diesem Hintergrund wurde Snyman nicht befragt, da seine Geschäftsklimadaten durch das BER erhoben werden und sich zusätzlich auf den Bausektor beschränken. Ebenso wurde der ehemalige Koordinator des FDIC Index of Real Estate Trends nicht befragt, da der Index bereits seit längerem nicht mehr erhoben wird.

¹⁰¹⁴ Ein Teil der betreffenden Interviews beschäftigte sich ebenfalls mit Informationen, die für die Fallstudien in Kapitel 4 erforderlich waren.

¹⁰¹⁵ Vgl. Punkt 4.3.6.

der Projektentwickler, der Fremdfinanzierer und der Makler.¹⁰¹⁶ Alle Befragten stellen leitende Angestellte und Geschäftsführer besonders bedeutsamer Unternehmen am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt dar.

Als Ergebnis der durchgeführten Probeerhebungen¹⁰¹⁷ konnten am Fragenprogramm eine Reihe von Verbesserungen in Bezug auf Inhalt und Form durchgeführt werden. Zunächst erfolgten eine Veränderung der Formulierungen der unterschiedlichen Fragebögen sowie eine umfassende Überarbeitung der Inhalte der den Fragebogen begleitenden Erläuterungen. Auch scheint eine Verlängerung der Erwartungshorizonte auf zwölf und 24 Monate¹⁰¹⁸ basierend auf den Angaben der Marktteilnehmer sinnvoll. Darüber hinaus wurde eine Erweiterung der Skalierung auf fünf Antwortkategorien umgesetzt, um angesichts der langsamen Dynamiken auf Immobilienmärkten die Sensitivitäten des Instruments zu erhöhen. Weiterhin wurden diejenigen Kategorien, deren Sinn den Teilnehmern zweifelhaft schien, gelöscht. Von einem Einbezug anderer Immobilientypologien und einer weiteren Unterteilung bereits erfasster Typologien in Untertypen wurde aus Gründen der statistischen Repräsentativität der Ergebnisse abgesehen.¹⁰¹⁹ Schließlich wurde eine weitere Kategorie zur Abbildung der regionalen Standorte eingeführt.¹⁰²⁰ Alle weiteren Hinweise bilden die Grundlage für den nachfolgenden Verlauf der Untersuchung und insbesondere für die Ableitung der Methodik.

5.2.7 Methodik

Die vorangestellten Punkte dienten vor allem der Ableitung und Validierung der Inhalte des Fragebogens. Sie stellen somit gewissermaßen das Fundament dar, aus dem der Indikator selbst konstruiert werden kann. Der angewendeten Methodik kommt eine ebenso große Rolle wie der Art der generierten Daten zu, da sie maßgeblich dazu beiträgt, Repräsentativität, Vergleichbarkeit und Aussagekraft der Ergebnisse zu erreichen. Sie ist der Gegenstand des nachfolgenden Punktes.

¹⁰¹⁶ Im Bereich der Makler wurden neben den bereits erfassten Marktforschern von JLL nur noch zwei weitere Unternehmen befragt. Insofern kam der Befragung von JLL eine besondere Bedeutung zu. Für detaillierte Ergebnisse vgl. Anhang A 3 auf S. 325.

¹⁰¹⁷ Für detaillierte Ergebnisse vgl. Anhang A 3 auf S. 325.

¹⁰¹⁸ Frühe Versionen des Fragebogens hatten einen unteren Zeithorizont von sechs Monaten umfasst.

¹⁰¹⁹ Vgl. Punkt 5.2.7 und 5.3.1.1.

¹⁰²⁰ Die auf diese Weise finalisierten Fragebögen finden sich im Anhang ab Seite 301.

Betrachtet man die Schätzungen bezüglich der Menge der erreichbaren Teilnehmer innerhalb einzelner Befragengruppen und Unternehmen, so ergibt sich mindestens¹⁰²¹ das folgende Verhältnis:

- Investoren: 138 (36 bei Versicherungsunternehmen; 35 bei Kapitalanlagegesellschaften + ca. 30 Fondsinitiatoren + ca. 35 ausländische Investoren + 2 Immobilien-Aktiengesellschaften)
- Fremdfinanzierer: ca. 120 (gemäß dem Ansatz von Pitschke, jedoch unter Ansatz einer größeren minimalen Bilanzsumme)
- Projektentwickler: ca. 100
- Makler: ca. 100 (5 Standorte * 2 Typologien * 10 größte Marktteilnehmer)

Insgesamt ergibt sich demnach eine Gesamtgröße der Stichprobe von ca. 460 Umfrageteilnehmern, die im Rahmen einer bewussten Auswahl einbezogen werden können. Sie tatsächlich zu identifizieren stellt in vielen Bereichen eines der Hauptprobleme der Implementierung eines deutschen RECI dar und ist aufgrund der notwendigen Funktionsgebundenheit geeigneter Gesprächspartner vergleichbar mit dem Aufwand bei der Erstellung eines umfassenden Branchenregisters für den Immobilienmarkt. Schon allein vor diesem Hintergrund verbietet sich eine Vergrößerung der Stichprobe mit dem Ziel, über anschließende Zufallsstichproben in einzelnen Schichten stochastische Auswahlverfahren durchführen zu können. Nach Möglichkeit sollte vielmehr aus zwei Gründen der Versuch unternommen werden, alle der genannten Marktteilnehmer insgesamt für eine Teilnahme zu gewinnen. Erstens erweist sich wegen der Wichtigkeit des lokalen Wissens und seiner asymmetrischen Verteilung unter den Marktteilnehmern eine breite Teilnahme als notwendig. Das Erfordernis eines hohen Rücklaufes wird jedoch noch verstärkt aufgrund der Heterogenität der Immobilienmärkte an sich und der damit verbundenen asymmetrischen konjunkturellen Entwicklung.¹⁰²² Dies gilt umso mehr aus Sicht der erforderlichen Stichprobengröße.

¹⁰²¹ A priori ist es bei den meisten Unternehmen aufgrund der Unbekanntheit der internen Struktur nicht möglich zu beurteilen, wie viele Angestellte innerhalb einzelner Unternehmen an der Beantwortung der Fragen für unterschiedliche Regionen und Typologien teilnehmen. Dies gilt nicht für die Maklerunternehmen, da bei ihnen explizit davon ausgegangen wird, dass pro Region und Typologie ein Verantwortlicher identifiziert werden kann. Ebenso wird bei Kapitalanlagegesellschaften unterstellt, dass es für offene Immobilien-Publikumsfonds und offene Immobilien-Spezialfonds unterschiedliche Ansprechpartner gibt.

¹⁰²² Sofern die konjunkturelle Entwicklung alle Marktteilnehmer in etwa gleich betrifft, reicht ein geringer Rücklauf aus, um aussagekräftige Ergebnisse zu erzielen. Vgl. Lindlbauer (1989), S. 139. Bei Immobilienmärkten werden jedoch selbst innerhalb eines typologisch und regional genau abgegrenzten Marktes verschiedene Standorte von konjunkturellen Entwicklungen unterschiedlich stark betroffen, so dass ein möglichst hoher Rücklauf erzielt werden muss.

Über die erforderliche Größe der Stichprobe insgesamt ist nur ein unvollständiges Urteil möglich, da sie von dem Umfang des Fragenprogramms, dem Konzentrationsgrad der Branche und der Volatilität der Marktverhältnisse sowie des Antwortverhaltens abhängt.¹⁰²³ Im Durchschnitt ist jedoch eine Stichprobengröße von ca. 20 Teilnehmern pro Zelle notwendig, in diesem Fall pro typologischem Teilmarkt in einer Region. Für jede Frage ergibt sich auf diese Weise eine im Durchschnitt notwendige Stichprobengröße von ca. 200 Teilnehmern.¹⁰²⁴ Betrachtet man drei verschiedene Zeithorizonte, so steigt die Stichprobengröße bereits auf 600 an und bei zwei verschiedenen betrachteten sachlichen Teilmärkten wird eine Zahl von 1200 erreicht, die die vorhandene Stichprobengröße bei weitem übersteigt.¹⁰²⁵ Unter diesen Umständen erweist sich allenfalls die Betrachtung eines einzelnen sachlichen Teilmarktes für einen einzelnen Immoblientyp als realistischerweise darstellbar. Als problematisch muss zusätzlich der Umstand angesehen werden, dass der Ausweis von Ergebnissen von Gruppen ebenfalls erforderlich wird, um den tatsächlichen Einfluss der einzelnen Gruppen auf den Immobilienzyklus messen zu können. Auf der einen Seite erweist sich eine diesbezügliche Trennung inhaltlich als notwendig, da basierend auf den Erkenntnissen von Punkt 3.1.3 und 5.2.2 nicht alle Gruppen denselben Fragebogen erhalten und über dieselben Sachverhalte befragt werden können, da sie unterschiedliche Funktionen auf Immobilienmärkten wahrnehmen.¹⁰²⁶ Auf der anderen Seite würde die Aussagekraft des Indikators bei einer aggregierten Betrachtung geschwächt, da die einzelnen Gruppen unterschiedliche Einflüsse auf den Immobilienmarkt ausüben, die teilweise in stärkerem Maße auf den Flächenmarkt und teilweise ausgeprägter auf den Investmentmarkt einwirken. Auf diese Weise wird eine dritte Dimension in die Untergliederung eingeführt, die zusammen mit den regionalen und typologischen Aspekten ein magisches Dreieck des RECI ergibt, das eine gleichzeitige Erfüllung aller drei Dimensionen erschwert. Vielmehr wird in der Praxis eine Vergrößerung der Aussagekraft einer Dimension und die damit verbundene Verschiebung des Mittelpunktes des Dreiecks zu Lasten der anderen beiden Dimensionen gehen müssen (vgl. Abbildung 20).

Dennoch muss beachtet werden, dass die Volatilität der Beantwortung unter methodischen Gesichtspunkten aufgrund der bewussten Auswahl geringer als im Durchschnitt

¹⁰²³ Vgl. OECD (2003), S. 21f.

¹⁰²⁴ Diese Zahl erhält man, wenn man 2 typologische Teilmärkte mit 5 Städten und 20 im Durchschnitt notwendigen Teilnehmern multipliziert.

¹⁰²⁵ Dies gilt umso mehr für den Rücklauf, der nicht 100% betragen wird.

¹⁰²⁶ Zwar stimmen bspw. die Fragen für Investoren mit denen der Projektentwickler überein, jedoch gilt dies nicht zwangsläufig für die Perspektiven und damit für die Beurteilungen und Erwartungen.

ausfällt.¹⁰²⁷ Zusätzlich kann mit einer geringen Volatilität gerechnet werden, da Immobilienmärkte im Regelfall keinen akuten und spontanen Schwankungen unterliegen.¹⁰²⁸ Schließlich kommt hinzu, dass eine Stichprobengröße von 460 Teilnehmern die wichtigsten Akteure auf dem deutschen Immobilienmarkt umfasst und damit die überwiegende Mehrheit derjenigen Marktteilnehmer, die einen maßgeblichen Einfluss auf die konjunkturelle Entwicklung auf dem deutschen institutionellen Gewerbeimmobilienmarkt ausüben. Die Kriterien der Volatilität und des Konzentrationsgrades sprechen daher für eine Abdeckung der Branche, die ausreicht, um valide Ergebnisse zu erzielen. Diese Argumentation wird zusätzlich gestützt durch die Erfahrung der Koordinatoren der PMA Survey of Investor Preference, die bereits mit einer relativ geringen Anzahl an befragten maßgeblichen Immobilieninvestoren statistisch signifikante Ergebnisse erzielen konnten. Insgesamt stellt die Stichprobengröße jedoch einen der problematischsten Aspekte einer Implementierung eines RECI dar.

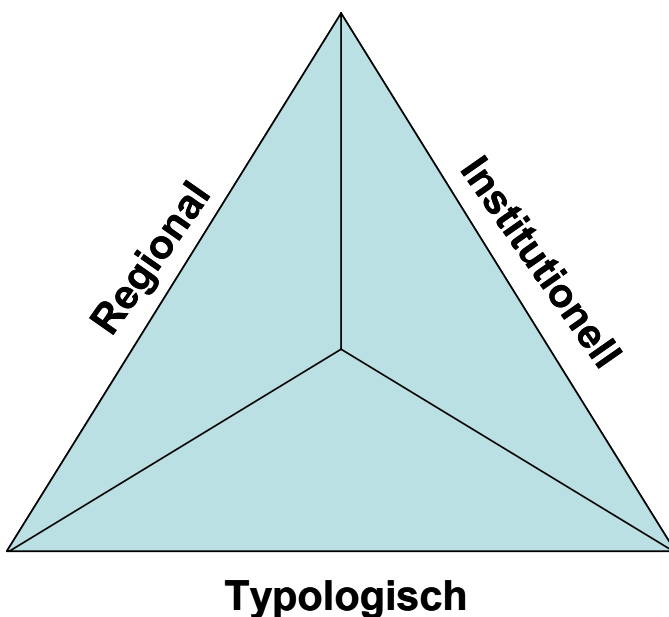


Abbildung 20: Magisches Dreieck des RECI¹⁰²⁹

In Übereinstimmung mit der Methodik des ifo Institutes, den Angaben der OECD und den Erkenntnissen aus dem internationalen Fallstudienvergleich kommt bei der Quantifizierung der Umfrageergebnisse grundsätzlich die Saldenmethode zur

¹⁰²⁷ Vgl. OECD (2003), S. 20f.

¹⁰²⁸ Von Ereignissen katastrophalen Ausmaßes wie bspw. im Fall des Einsturzes der Türme des World Trade Center wird gedanklich abstrahiert.

¹⁰²⁹ Quelle: Eigene Darstellung.

Anwendung. Dabei werden die gewichteten Prozentsätze der negativen Antworten von den gewichteten Prozentsätzen der positiven Antworten abgezogen. Wie die Ausführungen des Punktes 5.2.6 gezeigt haben, stellt das geplante Anlagevolumen in Deutschland das aussagekräftigste Charakteristikum für eine Gewichtung der Investoren dar. Alternativ wäre auch eine Nutzung der Größe assets under management denkbar, jedoch führt diese, da keine Proportionalität zwischen dem Immobilienbestand und dem jährlichen Anlagevolumen unterstellt werden kann – selbst bedeutsame Anleger wie die Commerz Grundbesitz Invest (CGI) engagieren sich teilweise mehrere Jahre lang nicht auf dem deutschen Immobilienmarkt¹⁰³⁰ – tendenziell in die Irre.¹⁰³¹

Berechnung des Kontrapositionssaldos (Beurteilung, Geschäftslage am Mietmarkt in Frankfurt zum 1. Quartal 2006)						
Unternehmen	Zeitwert d. Immobilien (Mio. €) in 2002	Punktgewicht	Antwort	Verteilung der gewichteten Antworten		
				x^+	x^0	x^-
Allianz	4.318	3	befriedigend		3	
Hamburg Mannh.	2.099	2	schlecht			2
Alte Leipziger	1.206	2	gut	2		
Victoria	1.140	2	gut	2		
DBV-Winterthur	894	1	befriedigend		1	
R+V	808	1	schlecht			1
Volksfürsorge	782	1	gut	1		
Württembergische	769	1	gut	1		
Gerling	754	1	schlecht			1
Deutscher Herold	750	1	befriedigend		1	
Karlsruher	673	1	gut	1		
Iduna	504	1	befriedigend		1	
Summe der Gewichte		17		7	6	4
Prozentanteile		100%		41%	35%	24%
Kontrapositionssaldo:				$(x^+ - x^-) =$	17	

Tabelle 6: Berechnung des Kontrapositionssaldos¹⁰³²

¹⁰³⁰ Vgl. Interview Hoberg (2005), Anhang.

¹⁰³¹ Teilweise wird argumentiert, dass das bereits in Immobilien investierte Vermögen keine adäquate Größe darstelle, da es die Bedeutung neuer Marktteilnehmer unterschätze. Vgl. Dr. Lübke GmbH/Dr. ZitelmannPB. GmbH (2004), S. 9.

¹⁰³² Methodik: In Anlehnung an Lindlbauer (1989), S. 126; Daten: vgl. Bulwien (2004), S. 38; Quelle: eigene Darstellung.

Da über die Ausprägung des geplanten Anlagevolumens keine öffentlich zugänglich Informationen bestehen, müssen diese jährlich neu erhoben und der Gewichtung der Marktteilnehmer für das folgende Jahr zugrunde gelegt werden. A priori kann jedoch nicht über geeignete, auf der Dimension der Mittelzuflüsse basierende, Gewichtungsklassen befunden werden. Darüber hinaus ist es wahrscheinlich, dass die geplanten Investitionsvolumina – anders als die assets under management – im Zeitablauf signifikanten Schwankungen unterliegen, die die Festsetzung starrer Gewichtungsgrenzen konterkariert. Genaue Schwellenwerte können bei dieser wie bei anderen Gruppen daher erst am Anfang der Umsetzung des Konzept RECI über eine erste umfassende Erhebung der Charakteristika der Teilnehmer ermittelt werden. Es wird vorgeschlagen, zunächst drei Gewichtungsklassen zu bilden und ihnen jeweils die Punktgewichte 1, 2 und 3 zuzuordnen, so dass gewichtige Marktteilnehmer zwar mit einem größeren, nicht jedoch mit einem proportionalen Gewicht berücksichtigt werden. Analoge Gewichtungen sind für die Antworten der Immobilieninvestoren bezüglich des Flächenmarktes

Tabelle 6 zeigt die Ergebnisse einer fiktiven Befragung unter den 10 nach dem Zeitwert der direkten Immobilienanlagen bedeutendsten Lebensversicherungen,¹⁰³³ die an dieser Stelle stellvertretend für die Gesamtmenge der institutionellen Immobilieninvestoren betrachtet werden.¹⁰³⁴ Dabei wird die Antwort der Unternehmen auf die Frage nach der Beurteilung der gegenwärtigen Geschäftslage auf dem Frankfurter Flächenmarkt für Büroimmobilien mit dem jeweiligen Punktgewicht des Unternehmens in der entsprechenden Spalte vermerkt. Anschließend werden die summierten Ergebnisse jeder Spalte ins Verhältnis zur Summe aller Gewichte gesetzt, so dass für jede Antwortkategorie Prozentsätze bestimmbar sind. Diese wiederum gestatten die Berechnung der Kontrapositionssalden. Nachdem auch noch die Kontrapositionssalden für die Erwartungszeiträume von 12 und 24 Monaten berechnet wurden, kann über die Anwendung des geometrischen Mittels ein RECI für den Frankfurter Büroimmobilien-Flächenmarkt errechnet werden.

$$\text{RECI} = ((\text{GL} + 200) * (\text{GE}_{12\text{Monate}} + 200) * (\text{GE}_{24\text{Monate}} + 200))^{1/3} - 200$$

¹⁰³³ Die Interpretation ist hierbei jedoch dadurch erschwert, dass Versicherungsunternehmen teilweise ausgliedern, so dass Immobilienbestände nicht in die Berechnung des Portfolioumfangs einfließen. Vgl. Bulwien (2004), S. 38.

¹⁰³⁴ Im Fall einer tatsächlichen Befragung von Immobilieninvestoren würde die Liste alle entsprechenden Marktteilnehmer umfassen und die durch die gesonderte Erhebung ermittelten Größenklassen widerspiegeln.

So lange nicht festgestellt werden kann, welche Erwartungszeiträume für immobilienökonomische Entscheidungen maßgeblich sind, wird vorgeschlagen, alle drei Zeithorizonte gleichgewichtet in die Berechnung eines RECI einzubeziehen.¹⁰³⁵ Parallel dazu muss jedoch auf der anderen Seite erforscht werden, ob durch eine unterschiedliche Gewichtung oder die Auslassung einer der Komponenten eine Erhöhung der prognostischen Güte des Indikators erzielbar ist. Auch muss beachtet werden, dass bei der potenziellen Befragung von zwei oder mehr Kontaktpersonen innerhalb desselben Unternehmens die Antworten nicht mehrfach gewichtet eingehen.¹⁰³⁶ Ein weiteres Problem entsteht dann, wenn einzelne Unternehmen in einer Region eine klar dominierende Marktposition innehaben, jedoch im nationalen bzw. internationalen Vergleich nur ein geringes Gewicht besitzen. Theoretisch ist ihr Gewicht an den Standorten, auf die sich ihre Aktivitäten fokussieren, zu erhöhen. Ein derartiges Vorgehen würde jedoch unweigerlich subjektive Komponenten in ein ansonsten stringentes Gewichtungssystem einführen und muss daher sorgsam abgewägt werden.

Sobald der RECI aus Sicht der Investoren für den Frankfurter Flächenmarkt von Büroimmobilien feststeht, muss mit der Aggregation fortgefahren werden, um die in analoger Weise berechneten Werte für die Büromärkte an allen fünf betrachteten Standorten zusammenzuführen. Die auch in diesem Fall erforderliche Gewichtung kann auf Basis der in den Gutachten des Rates der Immobilienweisen enthaltenen Informationen durchgeführt werden. So bietet es sich bspw. an, die RECI der einzelnen Standorte mit den darin ausgewiesenen Büroflächenbeständen¹⁰³⁷ zu multiplizieren, die Produkte zu addieren und ihre Summe durch die Summe der Büroflächenbestände an allen fünf Standorten zu dividieren.¹⁰³⁸ Auf diese Weise erhält man den flächenmarktbezogenen RECI für deutsche Büroimmobilien aus Sicht der Immobilieninvestoren. Um den entsprechenden RECI über alle Gruppen hinweg zu berechnen, bietet es sich an, die Ergebnisse aller vier Gruppen zunächst gleich zu gewichten.¹⁰³⁹ Eingang finden auf diese Weise die Antworten der Investoren für den Flächenmarkt, die der Projektent-

¹⁰³⁵ Im Vergleich zum Geschäftsklima des ifo Institutes ergibt sich dabei eine Übergewichtung der Erwartungen, da zwei Zeithorizonte erfasst werden. Diese soll bewusst dem Umstand Rechnung tragen, dass Erwartungen auf Immobilienmärkten einen besonderen Stellenwert einnehmen.

¹⁰³⁶ Hier sollte eine anteilige Gewichtung durchgeführt werden.

¹⁰³⁷ Vgl. empirica/GfK PRISMA/BulwienGesa AG (2005), S. 25.

¹⁰³⁸ Implizit ist einem derartigen Vorgehen die vereinfachende Annahme enthalten, dass sich die Bestände der Büroflächen in institutionellen Objekten proportional zu den Gesamtbeständen verhalten. In Ermangelung einer entsprechenden Datenbasis handelt es sich bei dieser Annahme zumindest um eine praktikable Kompromisslösung.

¹⁰³⁹ Zu einem späteren Zeitpunkt können auf statistischem Wege optimierte Gewichte bestimmt werden. Zu diesem Zweck gibt es jedoch kein exaktes Verfahren, das bereits zu diesem Zeitpunkt festgelegt werden könnte. Selbst bei prominenten Konjunkturindikatoren wie dem Handelsblatt-Frühindikator wurde hauptsächlich nach der „trial and error-Methode“ verfahren. Vgl. van Suntum (1998), S. 92.

wickler für den Flächenmarkt, die der Makler für den Flächenmarkt¹⁰⁴⁰ und die der Banken für den Projektentwicklungsmarkt.¹⁰⁴¹ Dabei sind für jede der Gruppen geeignete Gewichte zu bestimmen und basierend auf den Erkenntnissen der einleitenden Erhebung der Charakteristika der Umfrageteilnehmer Schwellenwerte zu ermitteln. Für die Fremdfinanzierer bietet sich in diesem Zusammenhang sowohl für Miet- als auch für Investmentmarkt das geplante Neugeschäftsvolumen an. Bei Projektentwicklern erscheinen das Projektvolumen in der Entwicklung für den Investmentmarkt und das geplante Vermietungsvolumen für den Flächenmarkt geeignet. Lediglich im Bereich der Maklerunternehmen erübrigt sich eine Gewichtung, da sie als Experten grundsätzlich mit einem gleichen Gewicht berücksichtigt werden. In allen anderen Fällen müssen die entsprechenden Informationen im Rahmen einer jährlich stattfindenden Sonderbefragung erhoben werden.

Den nächsten Schritt bildet die Errechnung des gesamten RECI am Flächenmarkt über beide betrachteten typologischen Teilmärkte hinweg. Zu diesem Zweck ist das gesamte Verfahren für Einzelhandelsimmobilienmärkte zu wiederholen, mit dem Unterschied, dass anstelle der Büroflächenbestände hier die einzelhandelsrelevanten Verkaufsflächen aus dem Gutachten des Rates der Immobilienweisen Anwendung finden.¹⁰⁴² Anschließend werden basierend auf den Erkenntnissen in Punkt 5.2.3 die RECI für Büro und Einzelhandel mit einer Gewichtung von ca. 5/6 zu 1/6 zu einem gesamten flächenmarktbezogenen Geschäftsklima für Deutschland aggregiert.¹⁰⁴³ Zu einem RECI für den deutschen Immobilienmarkt insgesamt gelangt man, indem die RECI für den deutschen Flächenmarkt und für den deutschen Investmentmarkt gleichgewichtet zusammengeführt werden.¹⁰⁴⁴ Zwar steht diesem RECI insgesamt keine einzelne

¹⁰⁴⁰ Für Maklerunternehmen wird der Kontrapositionssaldo der Entwicklungen der Nettoabsorption und des Flächenumsatzes berechnet. Ein positiver Kontrapositionssaldo weist dabei auf eine ansteigende Nettoabsorption und damit auf eine steigende Nachfrage nach Raum hin, die sich entsprechend auf den Leerstand und das Mietpreiswachstum auswirkt. Analoge Argumentationen gelten für den Flächenumsatz.

¹⁰⁴¹ Zwar handelt es sich bei der Geschäftslage der Banken auf dem Projektentwicklungsmarkt streng genommen um eine Variable des finanziellen Immobilienzyklus. Da die Bereitstellung von Fremdkapital jedoch eine wichtige Voraussetzung für eine zusätzliche Flächenerstellung seitens der Projektentwickler darstellt, wird sie als mittelfristig vorlaufender Indikator in das Geschäftsklima des Flächenmarktes einbezogen. Sollte sich dieser Ansatz im Zeitablauf nicht bewähren, kann immer noch eine Eliminierung der Antworten aus dem Bereich der Fremdfinanzierer und damit eine nachträgliche Korrektur der Ergebnisse erfolgen.

¹⁰⁴² Vgl. empirica/GfK PRISMA/BulwienGesa AG (2005), S. 69-79.

¹⁰⁴³ In Ermangelung der genauen Verhältnisse von Büro- und Einzelhandelsimmobilien am institutionellen Immobilienmarkt stellt das genannte Verhältnis eine pragmatische Lösung dar. Sie spiegelt ungefähr das anteilige Engagement der Marktteilnehmer wider und sollte daher auch mit der tatsächlichen relativen Bedeutung der beiden Märkte übereinstimmen, da beide Immobilientypen entwickelt sowie mit Eigen- und Fremdkapital finanziert werden müssen.

¹⁰⁴⁴ Letzterer wird analog abgeleitet, jedoch umfasst er nur die Angaben von Investoren, Entwicklern und Finanzierern für den Investmentmarkt. Angaben von Maklern werden nicht berücksichtigt.

Zielzeitreihe gegenüber, jedoch erscheint es aus Gründen der Öffentlichkeitswirksamkeit vorteilhaft, einen einzelnen RECI ausweisen zu können. Die Überprüfung der prognostischen Güte hingegen sollte zu gegebener Zeit getrennt nach sachlichen Teilmärkten durchgeführt werden. Auch stellt das im Vorangehenden beschriebene Vorgehen lediglich a priori eine optimale Lösung dar, da es wahrscheinlich ist, dass eine modifizierte Gewichtung auf Basis einer statistischen Erforschung der Vorlaufeigenschaften einzelner Komponenten des RECI bessere prognostische Ergebnisse ermöglicht.¹⁰⁴⁵ Neben dem Problem der Gewichtung ist darüber hinaus zu beachten, dass es sich bei den Erwartungen der Marktteilnehmer um so genannte konditionale Erwartungen handelt, da die einzelnen sachlichen Teilmärkte voneinander abhängen und somit bspw. in der Erwartungshaltung an den Investmentmarkt auch implizit eine Erwartungshaltung an den Flächenmarkt enthalten ist. Eine potenzielle doppelte Informationserfassung ist daher über quantitative Verfahren zu eliminieren.¹⁰⁴⁶ Dies ist jedoch erst möglich, nachdem das Projekt über einen Zeitraum von mindestens zwei bis drei, besser jedoch acht Jahren unter konstanten Bedingungen durchgeführt werden konnte. Erst nach Ablauf einer derartigen Zeitspanne hat die Zeitreihe eine Länge erreicht, die es erlaubt, zu überprüfen, ob sich der Indikator als vorlaufender Indikator eignet oder nicht.¹⁰⁴⁷

Wie bereits erläutert, erübrigt sich die Anwendung von Verfahren zur Trendbereinigung im Falle einer ausschließlichen Nutzung von qualitativen Zeitreihen bei der Konstruktion eines Gesamtindikators.¹⁰⁴⁸ Für die Beobachtung und Interpretation des RECI über längere Zeiträume bleibt jedoch noch eine geeignete Basis auszuwählen. Dabei handelt es sich um den Wert, auf den sich die Glieder einer Zeitreihe beziehen und der nach Möglichkeit einen durchschnittlichen Normalzustand zum Ausdruck bringt. Da er frei von Verzerrungen durch außergewöhnliche Ereignisse sein muss, eignet sich bspw. weder der Hochpunkt einer Hausse noch der Tiefpunkt einer Baisse als Ausgangszeitpunkt.¹⁰⁴⁹ Dies gilt insbesondere für den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt, der am Flächenmarkt gegenwärtig seinen Tiefpunkt erreicht hat, so dass weder

¹⁰⁴⁵ Auch werden nicht alle Komponenten des RECI über einen identischen Vorlauf verfügen, so dass die Aussagen einzelner Gruppen möglicherweise über eine zeitliche Versetzung normiert werden müssen. Mit dieser Normierung wird jedoch oft eine Erhöhung der Stabilität der Ergebnisse über eine Reduktion des potenziellen Vorlaufs des Indikators erreicht, da die Normierung immer nur auf die Zeitreihe mit dem kürzesten Vorlauf erfolgen kann. Vgl. Goldrian (2004b), S. 312.

¹⁰⁴⁶ Vgl. Szczesny/Dornau/Anders (1997), S. 9.

¹⁰⁴⁷ Vgl. Gluch (1986), S. 61; Anderson (1983), S. 32.

¹⁰⁴⁸ Vgl. Goldrian (2004b), S. 311.

¹⁰⁴⁹ Vgl. Thomas (1997), S. 58. Bspw. bezeichnet Mattern das für den ifo Geschäftsklimaindex gewählte Basisjahr 1991 als ungeeignet, da es Sondereinflüssen durch die deutsche Wiedervereinigung unterliegt. Vgl. Mattern (2000), S. 266.

das Jahr 2005 noch die nächsten ein bis zwei Jahre ausgewählt werden können. Als Basisjahr wird daher vorläufig das Jahr 2008 ausgewählt:

$$RECI = (RECI_t / RECI_{2008}) * 100$$

Um die Problematik der mangelnden Anzahl von Teilnehmern bei gleichzeitiger umfangreicher Gliederung der Erhebung nach typologischen, regionalen und institutionellen Aspekten zu bewältigen hätte ebenfalls der Weg beschritten werden können, für alle Gruppen eine Expertenbefragung durchzuführen. Auf diese Weise wäre ebenfalls die Problematik der Gewichtung nicht aufgetreten, da die einzelnen Experten eine gleiche Gewichtung erfahren. Aus Gründen, die die Qualität der Experten in der Immobilienbranche betreffen, wurde dieser Weg im vorliegenden Fall nicht beschritten. Wie bereits angedeutet, wird die Aussagekraft einer Expertenbefragung von der Qualität der einbezogenen Expertenbefragung determiniert. Sofern es sich um besonders gute Experten handelt, kann eine Anzahl von 10 Teilnehmern pro Zelle ausreichen.¹⁰⁵⁰ Die Qualität der Experten wiederum hängt einerseits von deren Rationalität und andererseits von der Transparenz des Marktes ab. In transparenten Märkten mit einer längeren immobilienökonomischen Forschungstradition wie Großbritannien werden bereits Umfragen unter führenden Experten durchgeführt, die deren individuelle Prognosen zusammenführen, um die Gesamttrendite des Gewerbeimmobilienmarktes und ihre Komponenten Mietwachstum und Wertwachstum auf nationaler Ebene zu prognostizieren. Für eine derartige aggregierte Betrachtung, die von regionalen und typologischen Aspekten vollständig abstrahiert, konnte eine prognostische Aussagekraft bei einer durchschnittlichen Teilnehmerzahl von 25 Experten nachgewiesen werden.¹⁰⁵¹

Wollte man dieses Modell in einer nach einzelnen Teilbereichen des Immobilienmarktes gegliederten Form auf den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt übertragen, so stellen sich ähnliche Probleme wie bei einer klassischen Konjunkturumfrage. Erstens stehen kaum internationale Erfahrungen zur Verfügung, auf die zurückgegriffen werden kann. Zweitens stellt sich die Frage, wie einerseits diejenigen Experten identifiziert werden können, die Einblick in alle betrachteten Märkte haben und andererseits diejenigen, die in bestimmten Märkten über eine Spezialisierung verfügen. Drittens ist zweifelhaft, ob – selbst wenn die Identifikation adäquater Experten gelingt – eine ausreichende Anzahl ausfindig gemacht werden kann. Zwar würde die Notwendigkeit

¹⁰⁵⁰ Vgl. Interview Nerb (2005), Anhang.

¹⁰⁵¹ Vgl. Newell/McAllister/Brown (2003), S. 8f.

einer Betrachtung von zwei Erwartungshorizonten entfallen, da anstatt des handlungsrelevanten Horizontes an dieser Stelle der gewünschte Erwartungshorizont eingesetzt werden kann. Zwei typologische und fünf regionale Immobilientypen, die in vier Fragen erhoben werden, ergeben jedoch immer noch 40 Felder, so dass die Anzahl der erforderlichen Experten ca. 400 beträgt. Experten sind nicht identisch mit den Teilnehmern an einer klassischen Konjunkturmfrage und verfügen idealerweise über eine volkswirtschaftlich fundierte Makroperspektive. Der Gebrauch von ökonometrischen Modellen nimmt auf dem deutschen Markt zwar seit ca. sieben Jahren in manchen Unternehmen zu,¹⁰⁵² jedoch sind diese von einer allgemeinen Verbreitung noch weit entfernt. Ihre Grenzen finden sie in der in Punkt 3.2.2 dargestellten eingeschränkten Rationalität und limitierten Transparenz auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt. Hinzu kommt daher das so genannte Problem der Meinungsführerschaft, das den Umstand beschreibt, dass Marktteilnehmer die Informationen aus als führend angesehenen Quellen übernehmen und als ihre eigene Meinung kommunizieren.¹⁰⁵³ In diesem Zusammenhang könnte die bereits angeführte starke Informationsgenerierung über Rückgriffe auf Marktberichte der Makler zu einer entsprechenden Verzerrung führen.

Aus den genannten Gründen wird der Konstruktion eines RECI in Form einer Expertenbefragung eine deutliche Absage erteilt. Sie wird nicht als gangbarer Weg angesehen, da die erforderliche Anzahl qualifizierter Experten in Deutschland nicht existiert. Der Weg der klassischen Konjunkturmfrage wird daher als einzig durchführbare Alternative angesehen.

Nachdem die grundsätzliche Methodik des Real Estate Confidence Indicator festgelegt wurde, bleibt kritisch zu hinterfragen, auf welchen Prämissen die Funktionsweise eines derartigen Indikators basiert. Die dazu notwendige kritische Untersuchung des Konstruktes bildet den Gegenstand des nachfolgenden Abschnitts.

¹⁰⁵² Vgl. Beyerle (2003), S. 3.

¹⁰⁵³ Vgl. Interview Nerb (2005), Anhang.

5.3 Kritische Untersuchung des Konstruktes

5.3.1 Einschränkungen

5.3.1.1 Inhaltliche Einschränkungen

Aufgrund des Innovationsgrades von Instrumenten zur qualitativen Konjunkturprognose auf Immobilienmärkten können ex ante nicht alle Fehlerquellen ausgeschlossen werden. Die erste mögliche Fehlerquelle beruht auf inhaltlichen Beschränkungen, bspw. den Eigenschaften von Immobilienmärkten im Allgemeinen und des deutschen Gewerbeimmobilienmarktes im Besonderen. Während qualitative Konjunkturindikatoren zumeist für Prognosen auf der Ebene der gesamten Volkswirtschaft eingesetzt werden, wäre ein derartiges Vorgehen für Marktteilnehmer auf Immobilienmärkten nur von eingeschränkter Aussagekraft, da es den Immobilienmarkt an sich nicht gibt. Vielmehr muss ein möglichst hohes Maß an Disaggregationsfähigkeit erreicht werden, mit dem nach bisherigem Kenntnisstand im internationalen Kontext nur wenige Erfahrungen gesammelt werden konnten. Sie erfordert eine sehr große Stichprobe an Umfrageteilnehmern, die potenziell das übersteigt, was auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt erreichbar ist. Hinzu kommt die fehlende Erfahrung im Umgang mit Prognosehorizonten von ein oder zwei Jahren bei qualitativen Konjunkturindikatoren, die einerseits auf Immobilienmärkten erforderlich sind, auf der anderen Seite aber in Konflikt mit der vorherrschenden Theorie stehen, da Konjunkturindikatoren prinzipiell nur für kurzfristige Prognosen geeignet sind. Zwar wurde der erste Teil des fünften Kapitels genutzt, um die Spezifika von Immobilienmärkten möglichst stark auf international angewendete Methodiken abzustimmen, jedoch kann ohne eine ausführliche quantitative Analyse der Ergebnisse die Qualität des Instruments nicht ergründet werden.¹⁰⁵⁴ Aufgrund der Tatsache, dass sich Immobilienmärkte nur langsam entwickeln und längere Zeiträume einen höheren Stellenwert einnehmen als in anderen Branchen, kann zudem nicht ausgeschlossen werden, dass hierzu eine längere Zeitreihe erforderlich ist als in anderen Branchen.

Ein zweites Problem geht auf die eingeschränkte Qualität der Daten auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt zurück. Viele der im Verlauf der Konzeption eines RECI eingesetzten Kennzahlen stellen von Marktforschungsinstituten geschätzte Größen dar und keine genauen Parameter der amtlichen Statistik. In mehreren Fällen

¹⁰⁵⁴ Derartige Problemstellungen betrafen auch den Konjunkturtest des ifo Institutes in der Zeit nach seiner erstmaligen Erstellung. Damals dauerte es teilweise 15 Jahre bis die letzten großen Lücken geschlossen und ausreichende Erfahrungen für Gewichtung, Aggregation und Interpretation gesammelt werden konnten. Vgl. Laumer (1989), S. 8.

musste zusätzlich basierend auf diesen Zahlen auf Analogieschlüsse zurückgegriffen werden, um nicht vorhandenes Datenmaterial zu ersetzen. Darüber hinaus erweist sich der Einsatz der betreffenden Zeitreihen als problematisch, da sie nicht öffentlich zugänglich sind. Ihre regelmäßige Nutzung setzt daher eine Übereinkunft mit den jeweiligen sie erstellenden Institutionen voraus, die jedoch – Vertraulichkeit vorausgesetzt – in deren jeweiligen Interessen liegt.¹⁰⁵⁵ Eine häufigere Veröffentlichung der durch die gif in Zusammenarbeit mit den führenden Maklerhäusern erarbeiteten Marktindikatoren für die einzelnen regionalen und typologischen Teilmärkte würde diese Problematik verringern und wäre aufgrund der damit verbundenen Normierung wünschenswert.

Eine weitere inhaltliche Einschränkung resultiert aus der für den RECI maßgeblichen Einteilung des Immobilienzyklus in zwei unterschiedliche Zyklen, den physischen und den finanziellen Immobilienzyklus. Zwar stellt sie eine der wenigen umfassenden theoretischen Erklärungen des Immobilienmarktzyklus dar, jedoch hat sie trotz ihrer Plausibilität in der Literatur noch keine internationale Verbreitung erfahren.¹⁰⁵⁶ Eine Frage, die sich bspw. aus Sicht der Praxis bei ihrer Anwendung stellt, betrifft die Zyklichkeit des finanziellen Immobilienzyklus in Abwesenheit der ausgeprägten endogenen Verzögerungsmechanismen, die dem physischen Immobilienzyklus innewohnen. Sie kann jedoch neben der Abhängigkeit von der Entwicklung des physischen Immobilienzyklus auf die ausgeprägte Interdependenz zwischen den Kapitalströmen und einer Vielzahl finanzwirtschaftlicher Indikatoren zurückgeführt werden, die dazu führt, dass Schwankungen des finanziellen Immobilienzyklus vor allem durch exogene Impulse bestimmt werden.

Schließlich muss beachtet werden, dass auch ein funktionierender RECI mit Vorsicht zu interpretieren ist. Da Beurteilungen und Erwartungen unter Ungewissheit und eingeschränkter Rationalität beeinflussbar sind, kann es sich bei der Vorlaufzeit nur um eine Durchschnittsgröße handeln, die außerdem keine Rückschlüsse über die Ursachen oder das Ausmaß der Konjunkturbewegung zulässt.¹⁰⁵⁷ Es darf daher nicht der Versuch unternommen werden, aus den Werten des Indikators eine quantitative Prog-

¹⁰⁵⁵ Schließlich stellt es nicht zuletzt unter Marketinggesichtspunkten einen Prestigegewinn dar, diejenigen Zeitreihen zu erstellen, an denen die Konjunktur auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt gemessen wird.

¹⁰⁵⁶ Gerade die gegenwärtig vielfach geführte Diskussion über einen disconnect und der in diesem Zusammenhang oft übereilt geäußerte Vorwurf von Irrationalität belegen den hohen theoretischen Erklärungswert einer gesonderten Betrachtung der konjunkturellen Entwicklung auf dem Investmentmarkt.

¹⁰⁵⁷ Vgl. Assenmacher (1998), S. 26; Körber-Weik et al. (1988), S. 45.

nose für die Zielzeitreihe abzuleiten.¹⁰⁵⁸ Ebenso verbietet sich der Einsatz eines RECI als einziges Prognoseinstrument,¹⁰⁵⁹ da er, ebenso wie andere Prognoseinstrumente auch, nur eine durch Annahmen bedingte Vorhersage trifft und sein Verlauf zeitweise irreführende Signale aussendet.¹⁰⁶⁰ Aus ihm abgeleitete Handlungsempfehlungen müssen daher immer vor dem Hintergrund der allgemeinen konjunkturellen Situation und der Ergebnisse anderer Prognoseinstrumente auf Plausibilität geprüft werden.¹⁰⁶¹

5.3.1.2 Methodische Einschränkungen

Jede Art von Prognose kann nur unter gewissen Annahmen Gültigkeit besitzen. Diese Aussage gilt ebenfalls für den Einsatz von qualitativen Konjunkturindikatoren.¹⁰⁶² Für den RECI sind fünf Annahmen maßgeblich, wobei bereits die Verletzung einer dieser Annahmen zu falschen Ergebnissen führen kann. Erstens unterstellt er, dass das Richtige gemessen wird. Diese Bedingung ist jedoch nur erfüllt, sofern relevante Gruppen befragt werden, was sowohl die befragten Gruppen als auch die Entscheidungsbefugnis der einzelnen Befragten betrifft. Zwar besteht an der Adäquatheit der einbezogenen Gruppen basierend auf den entsprechenden Ausführungen in Punkt 5.2.2 kein Zweifel. Der Erfolg der Umfrage wird jedoch maßgeblich davon bestimmt, ob es gelingt, einerseits die Adressensätze zu generieren, die für die Durchführung der Befragung notwendig sind, und andererseits die Ansprechpartner von der Bedeutung der Konjunkturumfrage zu überzeugen, so dass sie selbst daran teilnehmen.

Die erste Bedingung steht in direkter Verbindung mit der zweiten Bedingung, dass nämlich durch den RECI das Richtige in angemessenem Umfang gemessen wird. Diese Bedingung ist nur erfüllt, sofern alle relevanten Befragtenklassen innerhalb der Gruppen erfasst wurden und die Stichprobe eine adäquate Auswahl innerhalb dieser Befragtenklassen erzielt. Nach gegenwärtigem Kenntnisstand wurde keine bedeutsame Klasse von Marktteilnehmern, die direkten Einfluss auf die Immobilienkonjunktur nimmt, ausgelassen.¹⁰⁶³ Unterstellt man eine überwiegende Teilnahme der ausgewählten Befragungsteilnehmer, so sollte auch die Erfüllung des zweiten Kriteriums darstell-

¹⁰⁵⁸ Vgl. Bahr (2000), S. 145.

¹⁰⁵⁹ Vgl. Snyman (1994), S. 359f; Kaiser/Buscher (1998), S. 13.

¹⁰⁶⁰ Vgl. Nierhaus/Sturm (2004), S. 290; Tichy (1994), S. 221f; Poser (1989), S. 468.

¹⁰⁶¹ Vgl. Krumper (1989), S. 451.

¹⁰⁶² Vgl. Oppenländer (2002), S. 14f.

¹⁰⁶³ Diese Aussage unterstellt implizit, dass die Entwicklung von neuen Bauvorhaben auf dem institutionellen Immobilienmarkt immer unter Einbezug eines Projektentwicklers durchgeführt wird, und nicht von Bauunternehmungen allein. Unter diesen Umständen reicht eine Befragung der Projektentwickler aus, um zu einem frühen Zeitpunkt die Erstellung neuer Flächen am Markt voraussagen zu können.

bar sein. Es stellt sich jedoch weiterhin die in Punkt 5.3.1.1 aufgeworfene Frage nach der statistischen Aussagekraft der Ergebnisse gemessen am Verhältnis der absoluten Anzahl der befragten Teilnehmer und der abgedeckten Teilmärkte. Aufgrund der Komplexität der Wirkungszusammenhänge des Handelns einer Vielzahl von Akteuren auf Immobilienmärkten und ihrer zunehmenden Internationalisierung bei weiterhin vorherrschender Intransparenz dürfen die Schwierigkeiten, die mit dem Einbezug aller maßgeblichen Teilnehmer einhergehen, nicht unterschätzt werden.

Drittens wird unterstellt, dass das, was gemessen wird, der richtigen Benchmark gegenübergestellt werden kann. Dies setzt voraus, dass die gewählte Benchmark die Konjunktur am relevanten Markt abbildet und geeignet ist, die Validität des Konjunkturindikators zu überprüfen. A priori besteht hier keine Gewissheit, ob am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt zum gegenwärtigen Zeitpunkt Zeitreihen existieren, die geeignet sind, die konjunkturelle Entwicklung in angemessener Weise abzubilden. Insgesamt kann daher aus Sicht des Verfassers nur eine umfassende Studie mit dem Ziel, einen synthetischen gleichlaufenden Konjunkturindikator für Immobilienmärkte zu konstruieren, in adäquater Weise Abhilfe schaffen. Bis hier Klarheit besteht, kann ggf. die Beurteilungskomponente des RECI selbst bei der Bestimmung der gegenwärtigen konjunkturellen Lage auf dem Gewerbeimmobilienmarkt Unterstützung bieten. Parallel zu externen Überprüfungen des Zusammenhangs mit dem Verlauf quantitativer Zeitreihen sollten daher ebenfalls interne Überprüfungen erfolgen, die die Daten auf Konsistenz untersuchen.¹⁰⁶⁴

Eine vierte Annahme geht davon aus, dass keine nicht-stichprobenbezogenen methodischen Fehler auftreten. Dabei kann zwischen Erfassungsfehlern und Inhaltsfehlern unterschieden werden. Erfassungsfehler beinhalten dabei einerseits Rahmenfehler, d.h. fälschlicherweise befragte Personen, Doppelerfassungen und ausgelassene zu befragende Personen, sowie Fehler durch Ausfälle der verwertbaren Rückläufe durch eine Verweigerung der Antworten oder falsche Angaben. Inhaltsfehler beruhen auf der anderen Seite auf Fehlern bei der Erhebung und Aufarbeitung der Datensätze.¹⁰⁶⁵ Um Letztere zu vermeiden, wurden auf der einen Seite für den RECI nur empirisch überprüfte und international akzeptierte Quantifizierungsmethoden vorgeschlagen. Auf der anderen Seite wurde der Versuch unternommen, das Fehlerpotenzial im Bereich der Inhaltsfehler durch den Pre-Test zu verringern. Demgegenüber lassen sich Erfas-

¹⁰⁶⁴ Dabei wird vor allem geprüft, ob die Entwicklungen, die die Befragten erwarten, sich in den eigenen Urteilen widerspiegeln. Vgl. Stuart/Mocke (1992), S. 64.

¹⁰⁶⁵ Vgl. OECD (2003), S. 25; Güntzel (1994), S. 28-32.

sungsfehler nicht a priori ausschließen. Ihre Begrenzung auf ein Minimum erfordert in jedem Fall die Betreuung der Umfrage seitens einer erfahrenen Gesellschaft, die über eine langjährige Erfahrung in der Durchführung von Konjunkturumfragen verfügt.

Schließlich unterstellt auch ein qualitativer Konjunkturindikator, dass die strukturellen Beziehungen, die zu einem Vorlauf des Indikators gegenüber einer geeigneten Benchmark führen, im Zeitablauf konstant sind, was eine regelmäßig im Zeitablauf zu überprüfende Annahme darstellt.¹⁰⁶⁶

5.3.1.3 Psychologische Einschränkungen

Die nachfolgenden Ausführungen beschreiben die psychologischen Einschränkungen, denen ein RECI in seiner Funktionsweise unterworfen ist. Sie können unterteilt werden in grundsätzliche und temporäre Einflüsse. Bei den wichtigsten grundlegenden Einflüssen handelt es sich um die Akzeptanz der Marktteilnehmer und die Besonderheiten in ihrem Antwortverhalten. Daneben umfassen die temporären Einflüsse die Auswirkungen von externen Schocks und eine Beeinflussung durch den Indikator auf der einen Seite sowie Versuche einer direkten Beeinflussung des Indikators selbst auf der anderen Seite.

Mit der Akzeptanz der Marktteilnehmer steht und fällt die Implementierbarkeit eines RECI. Das ifo Institut geht davon aus, dass die Bereitschaft der Wirtschaft, auf freiwilliger Basis ein privates Forschungsinstitut mit Informationen zu versorgen, vor allem auf drei Ursachen zurückzuführen ist:¹⁰⁶⁷

1. Die Umfragen des Instituts schließen sachliche und zeitliche Informationslücken,
2. Nur aggregierte Ergebnisse der Umfrage werden veröffentlicht. Die teilnehmenden Unternehmen erhalten detaillierte Auswertungen der Umfragen rasch und kostenlos zur Verfügung gestellt,¹⁰⁶⁸
3. Das Institut gilt als eine unabhängige und objektive Forschungseinrichtung und wird daher als befragende Institution akzeptiert.

Die Datenlage am deutschen Immobilienmarkt kann mit Recht als unzureichend bezeichnet werden, so dass ein großes Interesse der Marktteilnehmer an neuen Informationsquellen nahe liegt. Dennoch ist eine diesbezüglich gute Ausgangslage für einen

¹⁰⁶⁶ Vgl. Bahr (2000), S. 143.

¹⁰⁶⁷ Vgl. Strigel (1989a), S. 8.

¹⁰⁶⁸ Vgl. Neumann (1989), S. 216.

RECI nicht mit der Akzeptanz eines RECI gleichbedeutend. Neben der operativen Akzeptanz der regelmäßigen Teilnahme und des Befragungsrhythmus ist nämlich vor allem auch die inhaltliche Akzeptanz des Konjunkturindikators und seiner Zielzeitreihe wichtig. Sollten bspw. die Marktteilnehmer eine Prognose der Entwicklung der Konjunktur am Immobilienmarkt in Form der vorgeschlagenen Zeitreihen für nicht nachvollziehbar oder irrelevant halten, so ließe sich die Notwendigkeit einer Teilnahme an der Befragung für den RECI zusätzlich zu einer Teilnahme an einem DTZ Immobilienbarometer oder an der Vielzahl von anderen Befragungen in der Immobilienwirtschaft schwerlich begründen.¹⁰⁶⁹ Zwar ist eine Akzeptanz der Zielzeitreihen wahrscheinlich, da Mieten und Preise – die Kernelemente des physischen und des finanziellen Immobilienzyklus – nach Meinung der Marktteilnehmer angemessene Indikatoren der konjunkturellen Entwicklung am Immobilienmarkt und seines Risikogrades darstellen.¹⁰⁷⁰ Einer potenziellen Einführung eines RECI in Deutschland hat jedoch eine gründliche Marktforschung sowie ein angemessenes Marketing vorauszugehen.

Der zweite Punkt des ifo Instituts betrifft die Art der Verbreitung und Aufbereitung der Ergebnisse des RECI. Hierbei kommt es darauf an, mit den Befragten hinsichtlich der durchgeführten Befragungen eine „Informationsgemeinschaft auf Gegenseitigkeit“ aufzubauen. Zu diesem Verständnis gehört es, dass alle Teilnehmer automatisch und kostenfrei das Ergebnis der Umfrage zugestellt bekommen. Im Gegensatz zu der breiten Öffentlichkeit, die nur die aggregierten Ergebnisse erhält, beinhalten die Datensätze der Umfrageteilnehmer weit reichend aufgeschlüsselte Resultate. Dieser bevorzugte Zugang zu Informationen stellt somit einen der Hauptanreize für die Unternehmen dar, mit ihrer Meldung zu der Qualität der Ergebnisse beizutragen.¹⁰⁷¹ Da die meisten der Empfänger der Informationen über keinen volkswirtschaftlichen Hintergrund verfügen werden, kommt einer adäquaten Aufbereitung der Informationen eine besondere Bedeutung zu. In diesem Zusammenhang ist wichtig, dass die Informationen nicht lediglich angemessen präsentiert, sondern ebenfalls zielgruppengerecht interpretiert werden, um das Niveau der Beteiligung aufrecht erhalten zu können. Wie von der OECD empfohlen, sollten daher auch für einen RECI drei Arten von Reports erstellt werden. Der erste Report beinhaltet eine Pressemitteilung, die die Eigenschaften der Umfrage, die Ergebnisse für den RECI insgesamt sowie die Resultate für den Investmentmarkt und den Flächenmarkt auf nationaler Ebene wiedergibt. Der zweite

¹⁰⁶⁹ Dies gilt für allem für den Fall der Konstruktion einer synthetischen Zielzeitreihe, deren inhaltliche Aussagekraft sich Marktteilnehmern nicht intuitiv erschließen würde.

¹⁰⁷⁰ Vgl. Wernecke/Rottke/Holzmann (2004), S. 180; Hummel/Hübner (2000), S. 8.

¹⁰⁷¹ Vgl. Neumann (1989), S. 216.

Report richtet sich an Analysten und beinhaltet zusätzlich Informationen über die angewendete Methodik sowie weiter aufgeschlüsselte Ergebnisse für einzelne typologische und regionale Immobilienmärkte. Schließlich enthält der Report für die Umfrageteilnehmer darüber hinaus noch detaillierte Interpretationen der Ergebnisse sowie Informationen über die Struktur der Marktteilnehmer mit einem besonderen Schwerpunkt auf die jeweilige Gruppe, der sie angehören.¹⁰⁷²

Die bereits in der Einleitung zitierte Umfrage der Universität Potsdam ergab, dass die Akteure am Immobilienmarkt grundsätzlich Forschungsinstitute, unabhängige Informationsdienste sowie staatliche Stellen als die am besten geeigneten Datenquellen für „Immobilienmarktindikatoren“ ansehen.¹⁰⁷³ Beurteilt man diese Antwort als repräsentativ, dann sollten auf der einen Seite als befragende Institutionen volkswirtschaftliche Forschungseinrichtungen mit Erfahrung im Bereich der Konjunkturumfragen wie das ifo Institut, das ZEW oder die GfK AG einbezogen werden. Aufgrund der Komplexität und Vielschichtigkeit von Immobilienmärkten muss in die Durchführung eines derartigen Projektes gleichzeitig die breite und langjährige Erfahrung einer führenden akademischen Einrichtung im Bereich der Immobilienökonomie bspw. des ebs Department of Real Estate, der DID oder einer bzw. aller Unternehmen, die dem Rat der Immobilienweisen angehören, einfließen. Ein derartiger kombinierter Ansatz zweier oder mehrerer renommierter Institutionen deckt sich mit den Erkenntnissen aus dem internationalen Fallstudienvergleich in Abschnitt 4.4.

Die zweite grundlegende psychologische Einschränkung basiert auf dem Antwortverhalten der Marktteilnehmer auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt. Für eine angemessene Interpretation der Werte eines RECI ist es notwendig, sich darüber genau im Klaren zu sein. Diese so genannten „Meldegepflogenheiten“ umfassen branchenspezifische Charakteristika bei der Beantwortung von Umfragen, die zu einer systematischen Über- oder Unterschätzung künftiger Entwicklungen führen oder sich durch das überproportionale Wählen der Antwortmöglichkeit „gleich“ äußern können.¹⁰⁷⁴ So wurde bspw. im produzierenden Gewerbe teilweise eine branchenbezogene Tendenz zum Pessimismus festgestellt, die dazu führte, dass ein beachtlicher Anteil der „gleich“-Antworten eigentlich der „besser“-Kategorie hätte zugerechnet werden müssen.¹⁰⁷⁵ Die Folge war, dass der Anteil der „schlechter“-Antworten für sich allein

¹⁰⁷² Vgl. OECD (2003), S. 53f.

¹⁰⁷³ Vgl. Hummel/Hübner (2000), S. 7.

¹⁰⁷⁴ Vgl. Strigel (1989c), S. 60.

¹⁰⁷⁵ Vgl. Entorf/Kavalakis (1992), S. 41.

genommen den Konjunkturverlauf besser erklären konnte als der Kontrapositionssaldo insgesamt.¹⁰⁷⁶ Umgekehrt verhält es sich in der Finanzbranche, in der viele Akteure scheinbar von einer Art „Berufsoptimismus“ getrieben werden und dazu neigen, übergroße Zuversicht zu demonstrieren.¹⁰⁷⁷ Die Folge derartiger Besonderheiten im Antwortverhalten der Befragten ist eine Verschiebung des Nullpunktes im Verlauf der Zeitreihe des RECI. Dieser liegt in einem solchen Fall nicht mehr an der Stelle, an der sich die Zahl der positiven und der negativen Antworten entspricht, sondern darüber oder darunter. Eine Beurteilung der Ausprägung des Geschäftsklimas kann unter diesen Umständen nur auf Basis der Differenz zwischen dem betreffenden Wert des RECI und seinem langfristigen Durchschnitt erfolgen, nicht aber auf Basis der Differenz zwischen dem Wert des RECI und dem Nullpunkt.¹⁰⁷⁸ Sofern eine Zeitreihe von angemessener Länge vorliegt, kann der Versuch unternommen werden, mittels geeigneter ökonometrischer Verfahren generelle oder gruppenspezifische Beantwortungsmuster zu isolieren.¹⁰⁷⁹ Wie in anderen Bereichen auch ist über diesen Umstand jedoch bei der Konzeption eines Indikators keine Aussage möglich.

Unter den temporären psychologischen Einschränkungen wiegt die Kategorie der externen Schocks am schwersten. Dabei handelt es sich um Ereignisse, die – wie bspw. die Attentate vom September 2001 – nicht vorhersagbar waren oder von den Befragten – bspw. aufgrund von eingeschränkter Rationalität oder Ungewissheit¹⁰⁸⁰ – nicht vorhergesehen wurden. Beide Arten von Ereignissen führen dazu, dass sich die Verhaltensrelevanz der Erwartungen aufgrund einer positiven oder negativen Beeinflussung des Vertrauens verändert.¹⁰⁸¹ Gerade bei Umfragen, deren Erhebungsintervalle weiter gefasst sind, kommt hinzu, dass die geäußerten Beurteilungen und Erwartungen von momentanen externen Einflüssen geprägt sein können, die nicht von Dauer sind und sich daher nicht auf das Verhalten der Akteure auswirken.¹⁰⁸²

In diesem Zusammenhang soll nicht unerwähnt bleiben, dass die Veröffentlichung eines RECI selbst einen Effekt auf die Erwartungen am Markt haben kann. Erhoben wird dabei teilweise der Vorwurf einer Erhöhung der Volatilität am Markt, da sich das

¹⁰⁷⁶ Vgl. Entorf/Kavalakis (1992), S. 34, 39, 45.

¹⁰⁷⁷ Vgl. Szczesny/Dornau/Anders (1997), S. 1. Teilweise scheint ein derartiges Antwortverhalten auch nach Nationalitäten zu variieren. Vgl. OECD (2003), S. 58.

¹⁰⁷⁸ Vgl. OECD (2003), S. 58. Diese Aussage gilt selbstverständlich analog für Teilwerte des RECI.

¹⁰⁷⁹ Vgl. Körber-Weik et al. (1988), S. 89-95.

¹⁰⁸⁰ Vgl. Punkt 3.2.2.

¹⁰⁸¹ Im Fall des elften September verringerte sich die prognostische Aussagekraft der Erwartungen im Rahmen von Erhebungen des ifo Instituts. Vgl. Goldrian (2004b), S. 309.

¹⁰⁸² Vgl. Strigel (1985), S. 25.

durch den Indikator ausgedrückte überwiegende Stimmungsbild eines Gesamtmarktes potenziell auf die Stimmung von Akteuren mit anderen Erwartungen auswirken kann und dadurch mehrheitliche Tendenzen verstärkt werden. Ein derartiges Verhalten geht auf der einen Seite auf die in Punkt 2.1.2.4 beschriebenen Wirkungsmechanismen unter eingeschränkter Rationalität und Ungewissheit zurück. Auf der anderen Seite findet es seinen Ursprung ebenfalls in der menschlichen Natur, die eine Tendenz zur Konformität aufweist¹⁰⁸³ und es vorzieht, zusammen mit der Menge der Akteure einem Irrtum zu unterliegen anstatt das Risiko einzugehen, allein Recht zu behalten. Dies gilt insbesondere in dem Fall, dass die Incentivierung in Form bspw. von variablen Vergütungen an ein relatives und nicht an ein absolutes Geschäftsergebnis gebunden ist.¹⁰⁸⁴ Schon Keynes prägte daher den folgenden Ausspruch: „Weltliche Weisheit lehrt, dass es besser für den Ruf ist, konventionell zu versagen, als unkonventionell erfolgreich zu sein.“¹⁰⁸⁵ Damit einher geht eine verzögerte Anpassung des Marktes und eine verspätete Verarbeitung neuer Informationen, Beurteilungen und Einschätzungen.¹⁰⁸⁶ Sie zu verhindern, würde einen internen Gebrauch der gewonnenen Daten ohne Veröffentlichung voraussetzen, der wiederum die Qualität der Prognose aufgrund sinkender Anreize zur Teilnahme vermindert und nicht zweckmäßig erscheint. Besonders im Fall des RECI besteht aufgrund der Länge des Prognosezeitraums die Gefahr, dass den Marktteilnehmern die Zeit bleibt, ihre Beurteilungen und Erwartungen zusammen mit ihren Handlungen anzupassen. Relativierend ist dabei jedoch zu berücksichtigen, dass Marktteilnehmer ihr Verhalten nicht nur in mechanischer Weise an einzelne Indikatoren binden, sondern auf mehrere Informationsquellen zurückgreifen. Die Entstehung von Feedback-Effekten würde zudem voraussetzen, dass eine hinreichend große Zahl von Marktteilnehmern die Informationen des RECI ähnlich interpretiert und in gleicher Weise auf sie reagiert. Zum jetzigen Zeitpunkt kann jedoch nicht bestimmt werden, inwieweit die Marktteilnehmer die Ergebnisse eines RECI tatsächlich bei ihrer Entscheidungsfindung berücksichtigen werden.¹⁰⁸⁷

Die letzte Form der temporären psychologischen Beschränkung der Aussagekraft des RECI entsteht durch den Versuch einer gezielten Beeinflussung des Indikators durch falsche Antworten des Befragten. Diese Gefahr besteht erstens vor allem bei sensiblen firmeninternen Daten, jedoch ist zweitens auch möglich, dass Unternehmen den Ver-

¹⁰⁸³ Vgl. Zarnowitz (1998), S. 40.

¹⁰⁸⁴ Vgl. Trichet (2003), S. 19.

¹⁰⁸⁵ Keynes (2000), S. 133.

¹⁰⁸⁶ Vgl. Tichy (1992), S. 56. Diese Einschränkung haftet jedoch allgemeinen allen Arten von Prognosen an.

¹⁰⁸⁷ Vgl. Nierhaus/Sturm (2004), S. 298f; Pilder (1984), S. 6f.

such unternehmen, andere Marktteilnehmer irrezuführen. Bspw. kann nicht ausgeschlossen werden, dass diejenigen Befragten, die über umfangreiche Immobilienbestände verfügen, Informationen, die auf fallende Preise hindeuten, nur zögerlich preisgeben.¹⁰⁸⁸ Es scheint jedoch wenig wahrscheinlich, dass eine maßgebliche Anzahl von Akteuren Anstrengungen unternehmen würde, im Zuge eines koordinierten Vorgehens Einfluss auf den Indikator auszuüben. Eine dritte Form der gezielten Beeinflussung entsteht aus dem bereits angesprochenen Problem, dass Akteure, die über hochwertige Informationen verfügen, diese nur widerwillig den übrigen Marktteilnehmern zur Verfügung stellen. Allgemein hat sich gezeigt, dass Formen der Falschinformation vor allem dann drohen, wenn der Detailgrad der erhobenen Information groß ist und die Ergebnisse in stark disaggregierter Form veröffentlicht werden.¹⁰⁸⁹ Auf dem Abstraktionsniveau, auf dem mit Hilfe des RECI Informationen erhoben werden, erscheint diese Gefahr jedoch gering. Auch schließt der RECI wichtige Lücken der amtlichen Statistik, so dass der Nutzen des Konstruktes allen Marktteilnehmern deutlich sein sollte.

5.3.1.4 Institutionelle Einschränkungen

Wie implizit angedeutet, kann von einer Verhaltensrelevanz der Erwartungen nur ausgegangen werden, wenn die Marktteilnehmer in ihrem Handeln frei sind. Diese Annahme ist jedoch auf Immobilienmärkten nicht immer gerechtfertigt, da die Akteure institutionellen Einschränkungen unterliegen, die bspw. in ihrer Organisationsform, ihrem Geschäftsmodell oder den für sie maßgeblichen gesetzlichen Bestimmungen begründet sind. Diese letzte Gruppe der Einschränkungen der Aussagekraft des RECI kann im Gegensatz zu den ersten drei Kategorien weniger eindeutig erfasst und klassifiziert werden. Sie soll im Folgenden jedoch anhand von Mitgliedern der Gruppe der Immobilieninvestoren beispielhaft erläutert werden.

Eine erste Art der institutionellen Einschränkung kann auf die spezifische Organisation des Investors zurückgehen, da möglicherweise in fixen zeitlichen Abständen Investitionspläne vorgegeben werden, die einzuhalten sind. Beispielsweise ist bei angloamerikanisch geprägten Investitionshäusern die Anlageentscheidung für Immobilienmärkte aufgeteilt zwischen einem Asset Allocator, der die Kapitalvolumina festlegt, die in spezifische Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und Immobilien fließen sollen, und

¹⁰⁸⁸ Vgl. Herring/Wachter (1999), S. 71.

¹⁰⁸⁹ Das ifo Institut testete in der Mitte der fünfziger Jahre einmal seine Ergebnisse auf die Beeinflussung seitens von Falschinformationen, kam aber zu einem negativen Befund. Vgl. Pilder (1984), S. 150.

einzelnen Abteilungen, die für die Investitionen in einzelnen Anlageklassen verantwortlich sind. Gerade im gegenwärtigen Marktumfeld entsteht hier das Problem, dass Asset Allocators basierend auf der vergangenen Performance der Immobilien im Portfolio die Immobilienquote erhöhen möchten, um das Risiko-Rendite-Profil zu erzeugen, das zur Erfüllung der Verpflichtungen aus dem Primärgeschäft notwendig ist. Derartige Vorgaben verringern jedoch die Flexibilität der für die Immobilienanlagen verantwortlichen Manager, Chancen und Risiken wahrzunehmen.¹⁰⁹⁰ Diese Problematik gilt analog für Quoten nach einzelnen Typologien oder Regionen, die entweder auf nationaler oder internationaler Ebene innerhalb des Immobilienbestandes vorgegeben werden.

Weitere institutionelle Beschränkungen bestehen üblicherweise bei institutionellen Investoren seitens ihres spezifischen Geschäftsmodells bzw. seitens der Dynamiken, denen die ihnen zur Investition zur Verfügung gestellten Anlagevolumina unterliegen. Sofern die Kapitalzuflüsse Schwankungen aufweisen, schrumpft ebenfalls der Raum für die Berücksichtigung gegenwärtiger Marktdynamiken. Die Konsequenzen dieser externen Zwänge traten während der vergangenen Jahre insbesondere bei den offenen Immobilien-Publikumsfonds zutage, die zunächst starke Zuflüsse erfuhren und sich zu verstärkten Immobilienanlagen veranlasst sahen, obwohl der Flächenmarkt an vielen Standorten seine Überbauungs- bzw. Marktbereinigungsphase erreicht hatte. Umgekehrt sind derzeit insbesondere diejenigen offenen Immobilien-Publikumsfonds mit einem Anlageschwerpunkt in Deutschland von zunehmenden Abflüssen betroffen. Sie können daher während der kommenden Marktstabilisierungsphase mit Rücksicht auf die Anleger trotz einer konjunkturellen Aufhellung nur beschränkt weiter in Deutschland investieren. Vergleichbare Komplikationen finden sich ebenfalls bei anderen Arten von institutionellen Immobilieninvestoren, bspw. bei Lebensversicherungsunternehmen, die aufgrund der Beendigung der Steuerfreiheit für Kapitallebensversicherungen im Zuge der Umstellung auf die nachgelagerte Besteuerung der Alterseinkünfte zum 1. Januar 2005 mit sinkenden Neuvertragsabschlüssen rechnen müssen. In Abhängigkeit von der Art des Investors sind noch weitere Arten von Beschränkungen des Geschäftsmodells denkbar, da bspw. geschlossene Fonds am Ende ihrer Laufzeit¹⁰⁹¹ die gehaltenen Objekte weitestgehend unabhängig vom konjunkturellen Umfeld zu liquidieren haben.

¹⁰⁹⁰ Vgl. LaSalle Investment Management (2005), S. 2f.

¹⁰⁹¹ Ggf. wird die Laufzeit nach Rücksprache mit den Anlegern noch einmal um ein oder zwei Jahre verlängert. Der Spielraum ist hier aber beschränkt.

Eine weitere Form der institutionellen Einschränkung entsteht aus der Abhängigkeit der Marktteilnehmer von den für sie maßgeblichen Regelwerken¹⁰⁹² sowie aus der allgemeinen Rahmengesetzgebung. Beispiele für Einflüsse dieser Art stellen bspw. die Bestimmungen des Investmentgesetzes dar, das das Anlageverhalten der offenen Immobilien-Publikumsfonds determiniert und somit festlegt, inwieweit sie auf konjunkturell bedingte Chancen und Risiken reagieren können. Steuerliche Gesetzgebungen bilden weitere externe indirekte Einschränkungen, da sie sich sowohl auf die relative als auch auf die absolute Attraktivität der Immobilienanlage auswirken und damit Einfluss auf die Ausprägung der Reaktion auf konjunkturelle Veränderungen nehmen.

5.3.2 Nutzen

5.3.2.1 Für die Forschung

Ein funktionierender RECI würde für die immobilienökonomische Forschung mit den in Punkt 2.2.3 abgeleiteten Vorteilen verbunden sein und sich damit unter wissenschaftlichen Gesichtspunkten als äußerst nützliches Instrument erweisen. Insbesondere drei Hauptvorteile sind dabei hervorzuheben. Im Zentrum steht die Funktion des RECI als vorlaufender Konjunkturindikator, die eine bessere Prognose des konjunkturellen Phänomens auf Immobilienmärkten erlaubt. Dieser Vorteil wiegt vor allem auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt schwer, da praktisch keine Daten zur Verfügung stehen, um konjunkturelle Entwicklungen zu verfolgen. Darüber hinaus bietet die Beurteilungskomponente des RECI eine Möglichkeit, ebenfalls die gegenwärtige Position im jeweiligen Immobilienzyklus zu diagnostizieren und damit in Teilbereichen eine fehlende amtliche Statistik zu ersetzen. Seine volle informative Wirkungskraft entfaltet ein RECI jedoch erst als Teil der bisher vorwiegend ökonometrischen Prognosemodelle, die auf Immobilienmärkten zum Einsatz kommen.

Eine zweite Gruppe von Vorteilen ergibt sich aus akademischer Perspektive vor allem aus der Möglichkeit, den RECI institutionell zu disaggregieren und die Interaktionen verschiedener Gruppen zu beobachten. Von besonderem Interesse ist in diesem Zusammenhang die Frage, ob die Beurteilungen und Erwartungen einzelner Gruppen eine additive oder sogar multiplikative Auswirkung auf die Immobilienzyklen besitzen oder ob sich die psychologischen Einflüsse vielmehr gegenseitig kompensieren. Diese Frage stellt sich bei einer Interpretation des RECI als einem so genannten horizontalen

¹⁰⁹² Vgl. Punkt 5.2.2.

Indikator, der einen Vorlauf zu einer Zielvariablen aufweist. Interpretiert man den RECI darüber hinaus als einen so genannten vertikalen Indikator, so können zusätzlich Erkenntnisse darüber gewonnen werden, ob konjunkturelle Impulse sich in zeitlicher Hinsicht von Gruppe zu Gruppe ausbreiten oder bestimmte typologische oder regionale Teilmärkte vor anderen betroffen sind.¹⁰⁹³ Derartige Analysen erfordern jedoch einen noch höheren Analyseaufwand seitens der den RECI erhebenden Institution, da die Antworten jeder einzelnen Institution im Zeitablauf beobachtet werden müssen, um Rückschlüsse über mögliche Ansteckungsprozesse ziehen zu können.¹⁰⁹⁴

Schließlich eröffnet ein RECI die Möglichkeit, die auf Immobilienmärkten vorherrschenden Erwartungsbildungsprozesse zu untersuchen. Primär bietet sich somit eine Gelegenheit, unterschiedliche Erwartungsbildungsmodelle auf ihre empirische Korrektheit zu untersuchen. Zusätzlich kann die Entstehung und Fortentwicklung des psychologischen Faktors auf Immobilienmärkten in Form von Optimismus und Pessimismus beobachtet und untersucht werden. Diesbezüglicher Forschung wurde auch im Bereich der allgemeinen qualitativen Konjunkturindikatoren bisher nicht die Aufmerksamkeit gewidmet, die ihr gebührt.¹⁰⁹⁵ Aus diesem Grund kann über die damit verbundenen Grenzen und Möglichkeiten an dieser Stelle kein abschließendes Urteil gefällt werden.

5.3.2.2 Für die Praxis

Auch für die Praxis wäre die Existenz eines funktionierenden RECI mit vielen Vorteilen verbunden. Dies gilt sowohl für die Manager und Researcher in vielen Bereichen der Immobilienwirtschaft selbst als auch für Institutionen, die nicht direkt dem Immobiliensektor angehören.

Den Managern bietet er Unterstützung bei der strategischen Entscheidungsfindung, da er zusätzliche Informationen über die Dynamiken der Marktentwicklung in aufbereiteter Form bereitstellt. So ermöglicht er einerseits einen Vergleich der eigenen Einschätzung mit der Beurteilung der gegenwärtigen und zukünftigen Marktlage aus Sicht anderer Befragter der eigenen Gruppe oder anderer maßgeblicher Gruppen. Der Gefahr einer Verstärkung bereits bestehender Tendenzen steht somit gerade für antizyklisch orientierte Marktteilnehmer eine Möglichkeit zur Wahrnehmung von speziellen Marktchancen entgegen, die es erlauben kann, Projekte an Standorten zu realisieren, die von

¹⁰⁹³ Vgl. Körber-Weik et al. (1988), S. 98.

¹⁰⁹⁴ Vgl. Jöhr (1972), S. 184.

¹⁰⁹⁵ Vgl. Tichy (1992), S. 62.

den übrigen Akteuren gemieden werden.¹⁰⁹⁶ Aufgrund seiner Vielschichtigkeit bietet der RECI darüber hinaus eine Fülle von Informationen über einzelne Standorte und liefert damit über eine Verringerung der Unsicherheit Ansätze zur Abschwächung des psychologischen Faktors. Gleichzeitig ermöglicht er aufgrund der Anzeige von Wendepunkten in beiden Zyklen die Identifikation konjunktureller Überhitzungen am Markt und von Abkoppelungen von Flächen- und Investmentmarkt, die ggf. nicht durch andere Faktoren erklärt werden können. Der RECI nimmt daher ebenso eine disziplinierende Rolle ein.

Auf der Seite der Akteure, die nicht direkt dem Immobilienmarkt zugerechnet werden können, verbindet der RECI eine inhaltliche Breite mit einer für Außenstehende hilfreichen Interpretation immobilienökonomischer Sachverhalte. Die Bedeutung derartiger Informationen ist gerade vor dem Hintergrund der Verbindung zwischen der Stabilität des Immobiliensektors und der Stabilität des Finanz- und Wirtschaftssystems¹⁰⁹⁷ einerseits und der Bedeutung der deutschen Immobilienwirtschaft andererseits¹⁰⁹⁸ als hoch einzuschätzen. Dies gilt vor allem für finanzwirtschaftliche und volkswirtschaftliche Forschungsstellen sowie für staatliche Institutionen, die jeweils ein starkes Interesse an der genaueren Beobachtbarkeit von Immobilienzyklen und an der Abschwächung ihrer Amplituden aufgrund von besseren Informationen haben.¹⁰⁹⁹

5.4 Zusammenfassung der Ergebnisse

Ziel des vorangegangenen Kapitels war es, die Grundzüge eines deutschen Real Estate Confidence Indicator zu erarbeiten. Zu diesem Zweck wurde das Konstrukt mit einer Zielsetzung versehen und genau definiert. Es folgte eine Analyse der zur Verfügung stehenden Zielzeitreihen vor dem Hintergrund ihrer jeweiligen Vor- und Nachteile. Anschließend wurde im Detail untersucht, welche Institutionen für einen RECI befragt werden müssen und welche typologischen und regionalen Aspekte des deutschen Gewerbeimmobilienmarktes abzudecken sind. Die gewonnenen Erkenntnisse flossen in die Diskussion des Fragenprogramms ein, in deren Verlauf ebenfalls Entscheidungen über die einzubeziehenden Erwartungszeithorizonte und die Häufigkeit der Durchführung getroffen wurden. Anschließend wurde ein vorläufiger Fragebogen erstellt und

¹⁰⁹⁶ Vgl. Rottke/Holzmann (2003), S. 28f.

¹⁰⁹⁷ Vgl. Punkt 3.1.3.2.

¹⁰⁹⁸ Implizit wird hier der institutionelle Gewerbeimmobilienmarkt als repräsentativ für den übrigen Teil des Immobilienmarktes angesehen.

¹⁰⁹⁹ Vgl. Herring/Wachter (1999), S. 71.

einem mehrstufigen, iterativen Praxistest aus der Sicht von Koordinatoren von Geschäftsklimaindikatoren und vor allem aus der Sicht von Angehörigen aller befragten Gruppen am Markt unterzogen. Basierend auf dessen Ergebnissen erfolgte die Ableitung eines endgültigen Fragebogens.¹¹⁰⁰ Die Erarbeitung der Struktur seiner Auswertung und der Ableitung eines RECI aus den Ergebnissen war Gegenstand eines weiteren Punktes über methodische Überlegungen. Das Kapitel schloss mit einer kritischen Würdigung der Einschränkungen der Aussagekraft eines RECI auf der einen Seite und des Nutzens des Indikators auf der anderen Seite.

Im Einzelnen wurden die folgenden Ergebnisse erzielt:

- **Zielzeitreihe:** Eine einzelne adäquate Zielzeitreihe existiert auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt nicht. Die einzelnen zur Verfügung stehenden Zeitreihen im physischen und finanziellen Immobilienzyklus unterliegen klaren Beschränkungen hinsichtlich der Datenqualität und Verfügbarkeit. Die ausgewählten Zielzeitreihen werden hauptsächlich von Maklerhäusern herausgegeben und stellen Kompromisslösungen dar.
- **Institutionelle Abdeckung:** Die wichtigsten Gruppen für eine Einbeziehung in einen RECI umfassen die Immobilieninvestoren, die Fremdfinanzierer, die Projektentwickler und die Nutzer. Aufgrund der Tatsache, dass die Nutzer nicht direkt befragt werden können, wurden die Makler als Surrogatlösung ausgewählt.
- **Typologische Abdeckung:** Bei den im Rahmen der Geschäftstätigkeit deutscher Immobilieninvestoren, Fremdfinanzierer und Projektentwickler wichtigsten Immobilientypen handelt es sich um Büro- und Einzelhandelsimmobilien.
- **Regionale Abdeckung:** Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München stellen die wichtigsten Standorte dar.
- **Fragenprogramm:** Während Investoren, Fremdfinanzierer und Projektentwickler im Rahmen einer klassischen Konjunkturmfrage befragt werden, können Makler nur als Experten für das Verhalten der Nutzer in den RECI einbezogen werden. Der RECI stellt daher eine Kombination von vier Einzelindikatoren – einer für jede der Gruppen – dar, von denen drei in Analogie zu der Methodik des ifo Instituts gebildet wurden und einer in gedanklicher Anlehnung an die Methodik des ZEW. Inhaltliche Spannungen entstehen dabei vor allem seitens der auf Immobilienmärkten relevanten langfristigen Erwartungshorizonte einerseits und der Tatsache, dass sich Konjunkturindikatoren unter normalen Umständen nur für

¹¹⁰⁰ Vgl. Anhang A 1.3, S. 307.

kurzfristige Prognosen eignen. Unter der Prämisse, dass die langfristigen Erwartungen maßgeblich für die kurzfristigen Handlungen der Marktteilnehmer sind, können beide Ansätze vereint werden. Zusätzlich können für jede der einbezogenen Gruppen einmal jährlich Sonderfragen gestellt werden, die auf spezielle am Markt vorherrschende Engpässe hinweisen. In Anbetracht der Vielzahl fragebogengestützter Erhebungen auf Immobilienmärkten und des Umfangs des Fragenprogramms erscheint ein vierteljährlicher Erhebungsrhythmus angebracht.

- **Probeerhebung:** Die Ergebnisse der Probeerhebung waren vielschichtig und erwiesen sich als sehr nützlich bei der Ableitung eines endgültigen Fragebogens. Sowohl bei den typologischen als auch bei den regionalen Aspekten hätte sich eine weiterführende Aufschlüsselung als zweckdienlich erwiesen. Im Hinblick auf die Aussagekraft der Ergebnisse wurde jedoch von einem derartigen Vorhaben Abstand genommen. Begriffliche Unklarheiten wurden an entsprechender Stelle über eine dem endgültigen Fragebogen vorangestellte Erläuterung aufgegriffen und ausgeräumt. Formulierungen wurden den Bedürfnissen der Marktteilnehmer angepasst. Zwar entstand dadurch tendenziell eine Entfernung von den Formulierungen des ifo Instituts, jedoch war diese notwendig, um die Nutzerfreundlichkeit und damit den potenziellen Rücklauf zu erhöhen. Des Weiteren konnten wichtige Erkenntnisse über adäquatere Erwartungszeiträume und Gewichtungskriterien erlangt werden.
- **Methodik:** Es wird von einer geschätzten Anzahl von ca. 460 befragbaren Marktteilnehmern ausgegangen. Diese Anzahl erweist sich als gering gemessen an dem Umfang des Fragenprogramms. Letzterer kann jedoch auf der anderen Seite nicht verringert werden, da schon die bestehenden Fragen aus Sicht der Marktteilnehmer teilweise stark vereinfachen und daher in ihrer inhaltlichen Aussagekraft nicht das Optimum erreichen. Aus mehreren Gründen kann jedoch a priori nicht abschließend darüber befunden werden, ob die gewählte Stichprobengröße für die Erzielung aussagekräftiger Ergebnisse ausreicht. Sie stellt einen der bedeutsamsten Schwachpunkte des Konstruktes dar. Im weiteren Verlauf der Argumentation wurde von diesem Umstand abstrahiert, um die Grundzüge einer angemessenen Quantifizierung der Ergebnisse zu einem RECI für Deutschland zu erarbeiten.
- **Einschränkungen:** Wie die entsprechenden Ausführungen verdeutlichen, stellt die Konzeption und Umsetzung eines Real Estate Confidence Indicator die durchführende Institution vor bedeutsame Herausforderungen. Die Hauptprobleme gehen dabei auf inhaltliche, methodische, psychologische und institutionelle Einschränkungen der Aussagekraft des RECI zurück.

- **Nutzen:** Auf der anderen Seite wäre ein funktionierender RECI aus Sicht von Forschung und Praxis mit einem hohen Erkenntnisgewinn und einer Erhöhung der Stabilität und Kalkulierbarkeit von Immobilienmärkten verbunden.

6 Zusammenfassung und Ausblick

6.1 Zusammenfassung

Die Zielsetzung dieser Arbeit lautete, den umfragebasierten Konjunkturindikatorenansatz auf den deutschen Immobilienmarkt anzuwenden und dadurch eine bessere kurz- bis mittelfristige Prognose konjunktureller Wendepunkte zu ermöglichen. Dieses Oberziel wurde unterteilt in drei Unterziele. Das erste Ziel bestand in der Ableitung des theoretischen Fundaments für die Konzeption eines solchen Indikators und umfasste insbesondere die Untersuchung der Rolle von Erwartungen im Immobilienzyklus. Aufgrund der bereits in den Abschnitten 1.4 und 5.1 angeführten Unmöglichkeit, den zu erstellenden Indikator zum gegenwärtigen Zeitpunkt auf seine Funktionsfähigkeit zu testen, kam der Erfüllung dieses Ziels ein ausgesprochen hoher Stellenwert zu. Ihm wurden daher sowohl die Kapitel 2 als auch 3 gewidmet. Das zweite Ziel bestand in der Untersuchung, auf welche Art und Weise internationale immobilienökonomische Forschungseinrichtungen und Forscher den qualitativen Konjunkturindikatorenansatz auf den Immobilienmarkt übertragen und an seine Eigenschaften und Erfordernisse angepasst haben. Zu diesem Zweck wurde in Kapitel 4 ein klar strukturierter Fallstudienvergleich durchgeführt. Schließlich besteht das dritte Ziel der Arbeit darin, einen individuellen Ansatz für die Konzeption eines Real Estate Confidence Indicator für den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt zu erarbeiten.

Kapitel 2 eröffnet mit einer Definition des Konjunkturphänomens sowie einer Abgrenzung von anderen Aspekten einer Zeitreihe. Im Verlauf dieser Untersuchung werden wichtige Grundlagen aufgebaut, die für ein Verständnis des Kapitels 3 sowie für Ableitung einer Zielzeitreihe in Punkt 5.2.1 unerlässlich sind. Im Anschluss erfolgt eine Darstellung der Rolle, die Erwartungen im Rahmen der Konjunkturtheorie bei der Entstehung und dem Verlauf von Konjunkturzyklen zugeschrieben wird. Theorien, die ihnen eine große Rolle zuordnen, finden sich vor allem in der Zeit der vorkeynesianischen Konjunkturtheorie, während die auf Keynes folgenden Autoren überwiegend die Rolle des psychologischen Faktors auf eine konzeptionelle und formal vernachlässigbare Größe reduzieren. Um dies tun zu können, sind die entsprechenden Theorien auf starke Annahmen in Bezug auf die Rationalität des Individuums und die Informationsverfügbarkeit am Markt angewiesen. Neuere theoretische Strömungen, die hier unter dem Begriff der „experimentellen Konjunkturerklärung“ zusammengefasst werden, lösen eine oder beide Annahmen auf und schaffen damit Spielraum für ein Wirken des

psychologischen Faktors. Beide Unterscheidungen sind für den weiteren Verlauf der Arbeit von zentraler Bedeutung.

Die zweite Hälfte des Kapitel 2 erarbeitet zunächst die Grundlagen für ein Verständnis der Konjunkturprognose mit Hilfe so genannter Geschäftsklimaindikatoren. Zu diesen gehören einerseits die auf klassischen Konjunkturumfragen fußenden Konstrukte und andererseits die so genannten Expertenbefragungen. Diese bedeutsame Unterscheidung bildet den Ausgangspunkt für eine adäquate Analyse der internationalen Fallstudien sowie für die Konzeption eines deutschen RECI. Die darauf folgende Darstellung der Konstruktionsweisen in Übereinstimmung mit Methodiken des ifo Instituts in München bauen darauf auf und legen weitere Grundlagen für die nachfolgenden Kapitel. Der letzte inhaltliche Teil des Kapitels umfasst die für eine Analyse der Aussagekraft von Geschäftsklimaindikatoren und ihre Interpretation notwendigen Informationen.

Erst ein genaues Verständnis der maßgeblichen Wirkungsmechanismen auf einem betrachteten Markt erlaubt eine Prognose seiner Entwicklung. Aus diesem Grund beginnt Kapitel 3 mit einer Kontrastierung verschiedener theoretischer Ansätze über die Struktur von Immobilienmärkten sowie mit der ergänzenden Darstellung praktischer und empirischer Besonderheiten. Es folgt eine Erörterung der Wichtigkeit der akademischen Auseinandersetzung mit dem Phänomen des Immobilienzyklus. Gemessen an der Bedeutung der immobilienökonomischen Zyklusforschung erstaunt eine überwiegend festzustellende Uneinigkeit internationaler Terminologien und Methodiken bei der Ergründung von Konjunktur auf Immobilienmärkten. Mueller führt sie in Teilbereichen auf den Umstand zurück, dass vielfach der Versuch unternommen wird, unterschiedliche einzelne Phänomene zusammenzufassen und unter dem Postulat eines einzigen Immobilienzyklus zu ergründen. Aus seiner Sicht setzt sich Immobilienkonjunktur demgegenüber insgesamt aus zwei verschiedenen Immobilienzyklen zusammen, einem physischen und einem finanziellen Immobilienzyklus. Die folgenden Punkte erläutern und erweitern unter Rückgriff auf eine Vielfalt an wissenschaftlichen Arbeiten die Thesen von Mueller über die einzelnen Zyklen und ihr Zusammenspiel. Auf diese Weise werden präzise Grundlagen gelegt für einen zielführenden Kenntnisstand über das zu prognostizierende Phänomen.

Der zweite Teil des Kapitels leitet die Rahmenbedingungen für ein Funktionieren von Geschäftsklimaindikatoren auf Immobilienmärkten ab. Unter Rückgriff auf verschiedene Ausprägungen der Determinanten eines psychologischen Einflusses von Beurteilungen und Erwartungen im Konjunkturzyklus – die Rationalität und die Informationsverfügbarkeit – werden vier Szenarien gebildet. In jedem Szenario wird zunächst untersucht, welche Rolle Beurteilungen und Erwartungen darin einnehmen

und welcher Nutzen daher mit dem Einsatz von Geschäftsklimaindikatoren zur Konjunkturprognose verbunden ist. In einem zweiten Schritt wird abgeleitet, dass die Entscheidungen der auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt aktiven Wirtschaftssubjekte sowohl einer eingeschränkten Rationalität als auch einer begrenzten Informationsverfügbarkeit unterliegen. Die Vorteilhaftigkeit des Einsatzes von Geschäftsklimaindikatoren auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt wird daher als hoch eingeschätzt. Insgesamt wurde das erste Ziel der Untersuchung voll erreicht.

Kapitel 4 beschäftigt sich mit dem zweiten Ziel der Untersuchung. Es geht der Frage nach, wie der in Kapitel 2 beschriebene Ansatz der Prognose mit Hilfe von Geschäftsklimaindikatoren auf Immobilienmärkte übertragen werden kann. Zu diesem Zweck wird in einem ersten Schritt ein theoretisch fundiertes Forschungsraster unter Einbezug unterschiedlicher international führender Ansätze aus Forschungstheorie und Volkswirtschaftslehre erarbeitet. In einem zweiten Schritt wurden zwölf internationale qualitative Immobilienkonjunkturumfragen bzw. damit verwandte Konstrukte zunächst auf interne Sinnhaftigkeit und anschließend auf fallstudienübergreifende Gemeinsamkeiten und Unterschiede hin untersucht. Dabei wird deutlich, dass die vorgefundenen Ansätze von großer Uneinheitlichkeit – teilweise auch von erheblicher Inkonsistenz – gekennzeichnet sind und nur bedingte Hilfestellung bei der Konzeption eines deutschen RECI bieten können. Hauptgründe dafür waren einerseits die konkrete Zielsetzung der Umfrage bzw. des daraus abgeleiteten Indikators, da vielfach besondere Umstände zu der erstmaligen Erstellung geführt hatten und nicht das direkte Interesse an der Konzeption eines Instrumentes zur Konjunkturprognose. Auch entstammten in vielen Fällen die Institutionen, die die betreffende Konjunkturumfrage durchführten bzw. mit ihrer Durchführung betraut waren, der Praxis bzw. standen ihr nahe. Dieser Umstand bietet eine mögliche Erklärung für den Eindruck, dass der Verringerung des Erhebungsaufwandes scheinbar oft der Vorrang gegenüber einer methodisch einwandfreien Form der Umfrage und des daraus abgeleiteten Indikators gewährt wurde. Insgesamt ist es somit zwar möglich, einen Konsens zwischen den betrachteten Teilbereichen der Immobilienmärkte und den zur Anwendung kommenden Techniken zu erkennen und entsprechende, auf das Vorgehen in Kapitel 5 anzuwendende Hypothesen zu formulieren. Auf der anderen Seite besteht jedoch in Ermangelung entsprechender Ergebnisse nicht die Möglichkeit, diejenigen Ansätze zu identifizieren, die eine bestmögliche Prognose der kurzfristigen konjunkturellen Entwicklung auf Immobilienmärkten ermöglichen. Das zweite Ziel wurde in Anbetracht der verfügbaren Datenlage bestmöglich erreicht.

Das dritte Ziel besteht in der Ableitung eines Real Estate Confidence Indicator, der aus theoretischer Sicht eine kurzfristige Prognose des Verlaufs der Immobilienzyklen zulässt. Es ist Gegenstand des fünften Kapitels. Zu diesem Zweck verleiht der erste Teil des fünften Kapitels dem Konstrukt eines Real Estate Confidence Indicator basierend auf den Erkenntnissen der vorangegangenen Kapitel zunächst eine Definition.

Anschließend werden im zweiten Teil des Kapitels die Eckpfeiler der Konzeption eines RECI erarbeitet. Aus mehreren Gründen eignet sich die in der Literatur propagierte und in Deutschland durch den Deutschen Immobilien Index repräsentierte Zeitreihe eines Performanceindex nicht als Zielzeitreihe. Als Zielzeitreihen können daher ersatzweise lediglich einerseits die von den großen Maklerunternehmen veröffentlichten Mietpreise und Leerstandsdaten sowie andererseits die aus denselben Quellen stammenden Kapitalisierungssätze bzw. Vervielfältiger dienen. Bei den für die Entstehung und den Verlauf von Immobilienzyklen maßgeblichsten Gruppen am Markt handelt es sich um die Investoren, die Fremdfinanzierer, die Projektentwickler und die Nutzer, wobei insbesondere die letzte Gruppe einer direkten Ansprache nur schwer zugänglich ist und durch die Gruppe der Makler angenähert werden muss. Das an sie gerichtete Fragenprogramm bezieht sich auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München sowie in Nebenlagen. Es wurde im Rahmen einer zweiten empirischen Untersuchung – einer 15 Personen umfassenden Probeerhebung – auf seiner Nutzerfreundlichkeit hin überprüft und, soweit sich dies inhaltlich und/oder methodisch als sinnvoll erwies, an die Bedürfnisse der Befragten angepasst. Der letzte Teil dieses Abschnitts erarbeitet die bei der Ableitung eines Indikators aus den Umfrageergebnissen zur Anwendung kommende Methodik und führt dabei alle bisherigen Erkenntnisse des Kapitels zusammen.

Der dritte Teil des fünften Kapitels beinhaltet die Untersuchung der mit einem RECI verbundenen Einschränkungen und Vorteile. Sie ergeben sich erstens als Konsequenz der bereits in Punkt 2.2.3 eingeführten Eigenschaften von Geschäftsklimaindikatoren. Zweitens resultieren sie aus der erstmaligen Übertragung international anerkannter allgemeiner volkswirtschaftlicher Konzepte auf den Immobilienmarkt. Schließlich entstehen vor allem Nachteile aus den Attributen des deutschen Gewerbeimmobilienmarktes selbst, die unter anderem eine limitierte und unter statistischen Gesichtspunkten nicht ausreichende Anzahl identifizierbarer Marktteilnehmer beinhalten. Ein genaues Urteil kann hierüber jedoch nur auf empirischem Wege bei Vorliegen einer Zeitreihe ausreichender Länge getroffen werden. Unter diesen Umständen wurde das dritte Ziel der Arbeit ebenfalls bestmöglich erreicht.

Die Kernaussagen der Arbeit lassen sich vor diesem Hintergrund folgendermaßen beschreiben:

- Real Estate Confidence Indicators sind umfragebasierte Konstrukte, die die Beurteilungen und Erwartungen der Teilnehmer am Immobilienmarkt messen. Da sie zu den so genannten vorlaufenden Konjunkturindikatoren zählen, zielen sie darauf ab, kurzfristige konjunkturelle Entwicklungen anzuzeigen und wurden mit diesem Ziel bisher vor allem in den USA seit mehreren Jahren regelmäßig konstruiert und veröffentlicht.
- Im Hinblick auf die verfügbaren Informationen scheint es so, als ob diese internationalen Umfragen und die aus ihnen abgeleiteten Indikatoren nicht in Übereinstimmung mit international gültigen theoretischen Fundierungen und Konstruktionsmethoden für vorlaufende Konjunkturindikatoren erstellt wurden. Auch fehlte in den meisten Fällen eine Untersuchung ihrer prognostischen Aussagekraft.
- Nach dem gegenwärtigen Kenntnisstand ist der im Rahmen dieser Arbeit konstruierte RECI für Deutschland hinsichtlich seines methodischen Anspruchs, seines Abdeckungsgrades des Marktes sowie der Marktteilnehmer und seiner Komplexität daher ein bisher einmaliges Unterfangen im Immobilienbereich.
- Seine potenzielle Aussagekraft beruht auf einer Reihe von Annahmen, die die theoretische Fundierung eines Geschäftsklimaindikators, dessen Konzipierung für einen Immobilienmarkt und die statistische Angemessenheit der Anzahl der auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt identifizierbaren Ansprechpartner betreffen. Unter statistischen Gesichtspunkten wäre eine Überprüfung dieser Annahmen erst möglich, nachdem der Indikator über einen angemessenen Zeitraum hinweg konstruiert und seine Ergebnisse formal analysiert wurden. Die Länge der Zeitreihe sollte dabei mindestens zwei bis drei Jahre, besser jedoch acht bis zehn Jahre betragen.
- Einem unter praktischen und akademischen Gesichtspunkten potenziell beachtlichen Erkenntnisgewinn stehen somit ein hoher Kostenaufwand und eine nicht zu vernachlässigende Wahrscheinlichkeit von Komplikationen gegenüber. Zwar werden unterschiedliche vorlaufende Konjunkturindikatoren weltweit erfolgreich zur Prognose eingesetzt, jedoch wurden diese im Zeitablauf über wiederholte Testverfahren aus einer größeren Anzahl von Indikatoren herausgefiltert.

Insgesamt überwiegen jedoch die potenziellen Vorteile des Projektes Real Estate Confidence Indicator, weswegen der Verfasser weiterführende Forschung auf diesem Gebiet und angrenzenden Gebieten empfiehlt.

6.2 Ausblick

Weitere Forschung ist sowohl bezogen auf den Einsatz von Konjunkturindikatoren als auch im Bereich der allgemeinen Konjunkturforschung auf Immobilienmärkten erforderlich. Neben der Konzeption von neuen Geschäftsklimaindikatoren für den Immobilienmarkt sind gerade in Deutschland weitere, vor allem empirische, Untersuchungen der Konjunktur am Immobilienmarkt anhand von vorliegenden Daten durchzuführen. Einen ersten Ansatz bietet hier eine Untersuchung der Universität Potsdam, die den Zusammenhang der Konjunktur am Flächenmarkt mit der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung in Form des BIP analysierte.¹¹⁰¹ Weiterer Forschungsbedarf besteht unter anderem in folgenden Bereichen:

- Konstruktion eines oder mehrerer synthetischer, gleichlaufender Konjunkturindikatoren zur besseren Datierung des Immobilienzyklus bzw. einzelner Immobilienzyklen,
- Untersuchung und genauere Spezifizierung des Zusammenhangs zwischen physischen und finanziellen Immobilienzyklen,
- die Identifizierung und Analyse von vorlaufenden quantitativen Konjunkturindikatoren am Immobilienmarkt,
- die Bündelung verschiedener Indikatoren zu immobilienbezogenen Gesamtindikatoren,
- die Untersuchung eines möglichen Zusammenhangs zwischen Indizes des Konsumentenvertrauens und der Profitabilität von Handelsimmobilien,
- die Untersuchung eines möglichen Zusammenhangs zwischen Ergebnissen des Konjunkturtests im Verarbeitenden Gewerbe und der Profitabilität von Industrieimmobilien.

Daneben kann noch eine Reihe weiterer Phänomene ausgemacht werden, die über einen Einfluss auf die Charakteristika von Immobilienzyklen verfügen und daher intensiver Aufmerksamkeit bedürfen:

- Bereits im Jahr 2000 sagte Thaler in seinem Beitrag „From Homo Economicus to Homo Sapiens“ voraus, dass verhaltensorientierte Modelle zukünftig zum festen Bestandteil der Volkswirtschaftslehre gehören werden.¹¹⁰² Vor diesem Hintergrund bleibt zu hoffen, dass mehr akademische Initiativen in die Fußstapfen der Pioniere im Bereich der Behavioral Real Estate treten und sie zu einem festen Bestandteil der Immobilienökonomie machen. Erst diesbezügliche Anstrengun-

¹¹⁰¹ Vgl. Hübner/Kurzahls (2000).

¹¹⁰² Vgl. Thaler (2000), S. 140.

gen werden es ermöglichen, den psychologischen Einfluss der Rationalität auf Immobilienzyklen besser zu operationalisieren und zu verringern.

- Informationen über Immobilienmärkte wird in der Literatur teilweise die Eigenschaft eines „öffentlichen Gutes“ zugestanden. Auch wenn eine derartige Klassifizierung aufgrund der implizit damit verbundenen Annahmen zu weit gehen mag, so bleibt doch unbestritten, dass ein Zusammenhang zwischen der Verfügbarkeit von bspw. Informationen über Immobilienpreise und der Entstehung von Immobilienzyklen besteht. Nicht zuletzt aufgrund ihrer Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum und die erzielbaren Steuereinnahmen liegt es daher im Interesse staatlicher Institutionen, sich für eine erhöhte Datenqualität und –dichte auf Immobilienmärkten einzusetzen.¹¹⁰³

Schließlich sind vor allem im finanziellen Immobilienzyklus Änderungen zu erwarten, die näherer Untersuchungen bedürfen:

- Die als Basel II bekannte Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung begrenzt die unkontrollierte Expansion des Kreditvolumens, nicht jedoch die unkontrollierte Kontraktion des Kreditvolumens im Falle, dass andere Faktoren eine Immobilienkrise einleiten. Vor diesem Hintergrund entsteht zumindest in Teilbereichen eine Limitierung des bankseitigen Einflusses auf den finanziellen Immobilienzyklus.
- Vor allem in den Vereinigten Staaten konnte beobachtet werden, dass sich der zeitliche Abstand zwischen der Entwicklung des finanziellen und des physischen Immobilienzyklus, der während der achtziger Jahre noch fünf Jahre betrug, mit zunehmender Anbindung der Immobilienmärkte an die öffentlichen Kapitalmärkte und die damit verbundene erhöhte Informationsdichte stark verkürzte.¹¹⁰⁴ In zunehmendem Maße gilt dies auch für den deutschen Immobilienmarkt, so dass zu erwarten ist, dass die beobachtbare Diskrepanz zwischen beiden Zyklen in gleichem Maße wie die Intransparenz abnimmt. Gleichzeitig erhöht sich damit die Möglichkeit einer Verstärkung der Amplitude von Immobilienzyklen, da über die Wertpapiermärkte zunehmend neue Quellen der Volatilität Einzug auf Immobilienmärkten nehmen.¹¹⁰⁵ Weitere Forschung, vor allem vor dem Hintergrund der nahe stehenden Einführung von REITs in Deutschland, ist daher dringend geboten.
- Neben der nachteiligen Entwicklung seitens der Aktienmärkte zeigt sich zunehmend auch die erhöhte Liquidität der Märkte für indirekte Immobilienanlagen ver-

¹¹⁰³ Vgl. Borio/Lowe (2003), S. 264; Herring/Wachter (1999), S. 71.

¹¹⁰⁴ Vgl. Mueller (2002), S. 124; Mueller (1999), S. 138.

¹¹⁰⁵ Vgl. Zhu (2002), S. 72.

antwortlich für ein erhöhtes Engagement von Kapitalgebern auf Immobilienmärkten und damit für erhöhte Kapitalvolumina auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten. Derartige voraussichtlich dauerhafte Veränderungen werden nicht ohne Folgen für die Dynamiken auf Immobilienmärkten bleiben.

Wissenschaftlich fundierte Fortschritte in allen Bereichen können in großem Maße dazu beitragen, das Phänomen des Immobilienzyklus greifbarer zu machen und die eingangs erwähnte Dichotomie zwischen der Notwendigkeit von Prognosen und der zunehmend schwierigen Prognostizierbarkeit von Immobilienmärkten zukünftig abzumildern.

Anhang

A 1 Tabellen.....	301
A 1.1 Auswertung der polyinstitutionellen Umfragen	301
A 1.2 Auswertung der monoinstitutionellen Umfragen.....	304
A 1.3 Finale Fragebögen	307
A 2 Interviews des Fallstudienvergleichs	315
A 2.1 Polyinstitutionelle Umfragen.....	315
A 2.1.1 Johan Snyman, MFA Indicator (I)	315
A 2.1.2 Johan Snyman, MFA Indicator (II)	315
A 2.1.3 James Leigh, Texas RECI (I).....	316
A 2.1.4 James Leigh, Texas RECI (II).....	316
A 2.1.5 Glenn Crellin, Washington RECI (I)	317
A 2.1.6 Glenn Crellin, Washington RECI (II)	317
A 2.1.7 Glenn Crellin, Washington RECI (III)	318
A 2.1.8 Vanessa Leonard, NZPI Confidence Indicator	318
A 2.1.9 Peter Beddek, NZPI Confidence Indicator	319
A 2.1.10 Leslie Chua, JLL Investor Sentiment Survey Asia	319
A 2.1.11 Uta Hummel, DTZ Immobilienbarometer	320
A 2.2 Monoinstitutionelle Umfragen.....	321
A 2.2.1 Peter Korpacz, Korpacz Real Estate Investor Survey	321
A 2.2.2 Cynthia Angell, FDIC Survey of Real Estate Trends.....	321
A 2.2.3 Peter Studley, DBRE Survey of Leasing Sentiment.....	322
A 2.2.4 Chris Jessop, PMA Survey of Investor Preference (I).....	322
A 2.2.5 Chris Jessop, PMA Survey of Investor Preference (II).....	323
A 2.2.6 Claudia Pozdziech, IKB Developer Trends	323
A 2.2.7 Helge Scheunemann/Matthias Barthauer, JLL (I)	324
A 3 Methodik und Ergebnisse der Probeerhebung.....	325
A 4 Interviews der Probeerhebung.....	333
A 4.1 Experten des ifo Instituts.....	333
A 4.1.1 Gernot Nerb, ifo Institut (I)	333
A 4.1.2 Gernot Nerb, ifo Institut (II)	333
A 4.2 Koordinatoren internationaler Konjunkturumfragen.....	334
A 4.2.1 James Leigh, Texas RECI (III).....	334
A 4.2.2 Glenn Crellin, Washington RECI (IV).....	334
A 4.2.3 Helge Scheunemann/Matthias Barthauer, JLL (II)	335
A 4.3 Mitglieder der zu befragenden Gruppen.....	336
A 4.3.1 David Ironside, LaSalle Investment Management.....	336
A 4.3.2 Gerhard Gminder, Hansainvest	336

A 4.3.3	Wenzel Hoberg, CGI.....	337
A 4.3.4	Jochen Heuchert, Eurohypo	337
A 4.3.5	Hartmut Eisermann, Aareal Bank AG	338
A 4.3.6	Dieter Heinig, Westdeutsche Immobilienbank	338
A 4.3.7	Stephan Bone-Winkel, Beos GmbH.....	339
A 4.3.8	Martin Wentz, Wentz Concept Projektstrategie GmbH	339
A 4.3.9	Markus Kreuter, Vivico Real Estate GmbH	340
A 4.3.10	Helge Scheunemann/Matthias Barthauer, JLL (III)	340
A 4.3.11	Sandra Kielholz, CB Richard Ellis.....	341
A 4.3.12	Oliver Götzelmann, DTZ Consulting	341

A 1 Tabellen

A 1.1 Auswertung der polyinstitutionellen Umfragen

	MFA Indicator	Texas RECI	Washington RECI	NZPI Confidence Indicator	JLL Investor Sentiment Survey	DTZ Immobilienbarometer
Land	Südafrika	USA	USA	Neuseeland	Asien	Deutschland
Historie	1995-Gegenwart	1999-Gegenwart	2000-2005	1999-2003	2002-Gegenwart	1993-Gegenwart
Häufigkeit	Vierteljährlich	Vierteljährlich	Vierteljährlich (bis 2002 halbjährlich)	Monatlich	Jährlich	Halbjährlich
Durchführung	Schriftlich	Schriftlich	Schriftlich	Telefonisch	Schriftlich	Schriftlich
Befragte	Projektentwickler, Bauunternehmen, Subunternehmen d. Baubranche	Gewerbl. Makler, wohnwirtschaftliche Makler, Bauunternehmen, Hypotheken- und Geschäftsbanken	Gewerbl. und wohnw. Makler, Bauunternehmen, Hypotheken- und Geschäftsbanken, Property Management, Landhandel	Vertreter aller institutionellen Aspekte inklusive immobiliennaher Dienstleister und der Regierung	Überwiegend institutionelle und private Investoren sowie Projektentwickler	Banken, Investoren, Projektentwickler
Informationstyp	Beurteilungen, Erwartungen	Beurteilungen, Erwartungen	Beurteilungen, Erwartungen	Erwartungen	Beurteilungen, Erwartungen, Pläne	Beurteilungen, Erwart., Pläne
Antwortskalerung	Dreierskalerung (ordinal), Zweierskalerung (nominal)	Fünferskalerung (ordinal)	Fünferskalerung (ordinal)	Fünferskalerung (ordinal), Dreierskalerung (ordinal)	Dreierskalerung (ordinal), Fünferskalerung (ordinal), Zweierskalerung (nominal)	Fünferskalerung (ordinal), Dreierskalerung (ordinal), offene Fragest. (steig)
Zeitraum	Letztes Quartal, Vorjahresquartal, Gegenwart, Erwartung offen	Letztes Quartal, Vorjahresquartal, folgendes Quartal	Letztes Quartal, Vorjahresquartal, folgendes Quartal	Folgendes Quartal, folgendes Halbjahr, folgendes Jahr	Gegenwart, folgendes Jahr, folgende 3 Jahre	Vergang. Halbj., Gegenwart, folg. 6-12 Monate
Geogr. Gliederung						
Regional	Nein	Ja (typol. diff. nach Gew. u. Wohn.)	Ja (typol. diff. nach Gew. u. Wohn.)	Ja (typologisch undifferenziert)	Ja (teilw. typolog. differenziert)	Ja (typologisch differenziert)
National	Ja	Ja (Texas)	Ja (Washington)	Ja	Nein	Nein
International	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja	Nein

Tabelle 7: Auswertung polyinstitutionelle Umfragen (I)¹¹⁰⁶

¹¹⁰⁶ Quelle: Eigene Darstellung.

	MFA Indicator	Texas RECI	Washington RECI	NZPI Confidence Indicator	JLL Investor Sentiment Survey	DTZ Immobilienbarometer
Typol. Gliederung	Nein	Ja (Gewerbe und Wohnen; jeweils aggregiert und regional differenz.)	Ja (Gewerbe und Wohnen; jeweils aggregiert und regional differenz.)	Nein (Gewerbe und Wohnen aggreg.)	Ja (Gewerbe und Wohnen; einz. Immobilienarten; teilw. reg. differ.)	Ja (Gewerbe; einzelne Immobilienarten; regional differenziert)
Instit. Gliederung	Nein	Ja	Ja	Nein	Nein	Nein
Immobilienmarkt	Gewerbl. und wohnwirtschaftl. PE-Market insg.	Gewerbl. u. wohnw. Flächen-, Investm.- und PE-Market	Gewerbl. u. wohnw. Flächen-, Investm.- und PE-Market	Gewerbl. u. wohnw. Flächen-, Investm.- und PE-Market	Gewerbl. u. wohnw. Flächen-, Investm.- und PE-Market	Gewerbl. Flächen-, Investm.- und PE-Market
Befragte						
Stichprobenumfang	ca. 600	n.a.	500-600	1800 (allg. Stichpr.)	90	n.a.
Ø Teilnehmerzahl	ca. 300	n.a.	ca. 200	100 (mntl. Stichpr.)	30	50-70
Ø Rücklaufquote	ca. 50%	n.a.	ca. 30-40%	100%	1/3	n.a.
Aggregation						
Auf Fragebene	Ja	Nein	Nein	Ja	Ja (zwei Fragen)	Nein*
Fragenübergreifend	Ja	Ja	Ja	Ja	Nein**	Nein
Saldenmethode	Ja (modif. Form)	Nein	Nein	Ja (modif. Form)	Nein*	Nein*
Indexzahl/Indikator	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nein
Gewichtung	Ja	Nein	Indirekt	Ja	Nein	n.a.
Gewichtungsfaktor	Statistisch ermittelte Gewichte	n.a. (Annahme, dass sich die Tätigkeit der Marktteilnehmer auf einz. Märkte beschränkt)	Zuordnung der Antworten: Prozentualer Anteil der Geschäftstätigkeit in Regionen	Nahe Zeithorizonte werden stärker gewichtet als fernere Zeithorizonte	n.a.	n.a.
Veröffentlichung	Ja	Ja	Ja	Ja (vierteljährlich)	Ja	Ja
Zugänglichkeit	Kostenpflichtig	Öffentlich	Öffentlich	Öffentlich	Öffentlich	Öffentlich

*= Der Saldo wird zwar berechnet, jedoch nicht veröffentlicht.

**= Es wurden nicht verschiedene Fragen zusammengefasst, dafür aber die Antworten auf dieselbe Frage mit Bezug auf unterschiedliche Regionen und Typologien.

Tabelle 8: Auswertung polyinstitutionelle Umfragen (II)¹¹⁰⁷

	MFA Indicator	Texas RECI	Washington RECI	NZPI Confidence Indicator	JLL Investor Sentiment Survey	DTZ Immobilienbarometer
Stat. Überprüfung						
Methode	Zeitreihenanalyse	n.a.	Korrelationsanalyse	n.a.	n.a.	n.a.
Referenzgröße (ggf. potentielle Referenzgröße)	Diffusionsindex der South African Reserve Bank	Wohnungswirtschaft. Transaktionen; gewerbliche Bauvolumina	Gewerbemarkt: Leerstandsraten; Wohnungsmarkt: Transaktionen; Fremdfinanzierer: Zinssätze und Neuzusagen	n.a.	n.a.	n.a.
Ergebnis	Vorlauf von 2,5 Monaten an unter. und von 8,5 Monaten an oberen Umkehrpunkten	n.a.	Aussagekraft auf Aggregatsebene, nicht jedoch auf Ebene der Teilssegmente d. Index	n.a.	n.a.	n.a.
Kriterien d. NBER						
Ökon. Bedeutung	Ja; Fragestellung: klass. Konjunkturumfrage Teilnehmer: klass. Konjunkturumfrage	Beschränkt; Fragestellung: sowohl kl. Konj.-Umfrage als auch Expertenbefragung; Teilnehmer: Expertenbefragung	Beschränkt; Fragestellung: sowohl kl. Konj.-Umfrage als auch Expertenbefragung; Teilnehmer: Expertenbefragung	Beschränkt; Fragestellung: tend. Expertenbefragung; Teilnehmer: tend. Expertenbefragung	Beschränkt; Fragestellung: kl. K-Umfrage; Teilnehmer: kl. K-Umfrage	Beschränkt; Fragestellung: tend. Expertenbefragung; Teilnehmer: tend. Expertenbefragung
Stat. Eignung	Ja	Beschränkt	Beschränkt	Beschränkt	Beschränkt (Interpretation schwierig)	Beschränkt
Konformität	Ja	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Verlauf Umkehrp.	Ja	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Verlaufsglätte	Ja	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aktualität	Ja	Ja	Ja (ab 2000)	Ja	Nein	Nein

Tabelle 9: Auswertung polyinstitutionelle Umfragen (III)¹¹⁰⁸¹¹⁰⁸ Quelle: Eigene Darstellung.

A 1.2 Auswertung der monoinstitutionellen Umfragen

	Korpace RE Investor Survey	FDIC Survey of RE Trends	DBRE Survey of Leasing Sentim.	PMA Survey of Investor Prefer.	IKB Developer Trends	JLL Stimmungs- Barometer
Land	USA	USA	Australien	UK	Deutschland	Deutschland
Historie	1988-Gegenwart	1991-2002	2002-2002	1989-Gegenwart	2004-Gegenwart	2000-Gegenwart
Häufigkeit	Vierteljährlich	Halbjährlich (bis 2000 vierteljährlich)	Vierteljährlich	Halbjährlich	Jährlich	Vierteljährlich
Durchführung	Schriftlich	Schriftlich	Schriftlich	Schriftlich	Telefonisch	Schriftlich
Befragte	Institutionelle Investoren und Transaktions- beratungsunter- nehmen	Bankprüfer und Vermögens- verwalter staatlicher Bank- aufsichtsbehörden	Makler	Investoren	Projektentwickler	Direktoren und Abteilungsleiter von Jones Lang LaSalle in Deutschland
Informationstyp	Beurteilungen, Erwartungen,	Beurteilungen	Beurteilungen, Erwartungen	Beurteilungen, Pläne	Beurteilungen, Erwartungen	Beurteilungen, Erwartungen
Antwortskalierung	Diverse offene Skalen (stetig), untersch. nominale Skalen	Fünferskalierung m. Sonderkategorie „not sure“ (ordinal)	Dreierskalierung (ordinal)	Dreierskalierung (ordinal), offene Fragestellung (stetig)	Dreierskalierung (ordinal) bzw. Dreiersk. m. Sonder- kategorie (ordinal)	Fünferskalierung (ordinal)
Zeitraum	Gegenwart, folgend. 12 Monate, folgende 10 Jahre	Vergang. Quartal, Gegenwart	Vor 3 Monaten, vor 12 Monaten, Gegenwart, folgendes Jahr	Gegenwart, folgendes Jahr	Gegenwart, folgendes Jahr, in einem Jahr	Vergang. Quartal, Gegenwart, folgendes Quartal
Geogr. Gliederung						
Regional	Ja (Büromarkt)	Ja (typol. diff. nach Gew. u. Wohnimm.)	Nein	Ja (Büromarkt)	Ja (typologisch undifferenziert)	Nein
National	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
International	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja	Nein

Tabelle 10: Auswertung monoinstitutionelle Umfragen (I) ¹¹⁰⁹

¹¹⁰⁹ Quelle: Eigene Darstellung.

	Korpacz RE Investor Survey	FDIC Survey of RE Trends	DBRE Survey of Leasing Sentim.	PMA Survey of Investor Prefer.	IKB Developer Trends	JLL Stimmungs- Barometer
Typol. Gliederung	Ja (Gewerbe; einz. Immobilientypen; regional undiffer.)	Ja (Gewerbe und Wohnen; jeweils aggregiert u. regional differenz.)	Ja (Gewerbe; Büro- und Industriemarkt; regional undiffer.)	Ja (Gewerbe; einzeln. Immobilien- typen; überw. regional undiffer.)	Ja (Gewerbe und Wohnen; einzeln. Immobilientypen; regional undiffer.)	Nein (lediglich Fokus auf gewerbli. Immobilienmärkte insgesamt)
Instit. Gliederung	Ja (Untergruppen)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Immobilienmarkt	Gewerblicher Flächenmarkt und Investmentmarkt	Gewerbli. u. wohnw. Flächen-, Investm.- und PE-Markt	Gewerblicher Flächenmarkt	Gewerblicher Investmentmarkt	Gewerblicher u. wohnwirtschaftl. Projektentw.-Markt	Gewerblicher Flächen- und Investmentmarkt
Befragte						
Stichprobenumfang	115-120	n.a.	200	ca. 60	ca. 200	ca. 40
Ø Teilnehmerzahl	n.a.	300-500	ca. 120	ca. 30	140	n.a.
Ø Rücklaufquote	75%-90%	n.a.	ca. 60%	50%	ca. 70%	n.a.
Aggregation						
Auf Fragenebene	Ja (eine Frage)	Ja (zwei Fragen)	Ja	Ja	Nein	Ja
Fragenübergreifend	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja
Saldenmethode	Nein	Nein	Ja	Ja (modif. Form)	n.a.	Ja (modif. Form)
Indexzahl/Indikator	Ja	Ja	Ja (unveröffentlicht)	Ja	Nein	Ja
Gewichtung	Nein	Ja	Indirekt	Nein	n.a.	Ja
Gewichtungsfaktor	n.a.	Wert d. wohnwirt. und gewerbli. Bau- genehmigungen	Region. Aufteilung d. Teilnehmer gemäß Bedeutung der Teilmärkte.	n.a.	n.a.	Fünferskalierung: Antworten 2 u. 4 schwächer ge- wichtet als 1 u. 5.
Veröffentlichung	Ja	Ja	Ja	Nein (nur Befragte)	Ja	Nein (nur intern)
Zugänglichkeit	Kostenpflichtig	Öffentlich	Öffentlich	n.a.	Öffentlich	n.a.

Tabelle 11: Auswertung monoinstitutionelle Umfragen (II)¹¹¹⁰¹¹¹⁰ Quelle: Eigene Darstellung.

	Korpacz RE Investor Survey	FDIC Survey of RE Trends	DBRE Survey of Leasing Sentim.	PMA Survey of Investor Prefer.	IKB Developer Trends	JLL Stimmungs- Barometer
Stat. Überprüfung						
Methode	n.a.	n.a.	n.a.	Regression	n.a.	n.a.
Referenzgröße (ggf. potentielle Referenzgröße)	n.a.	n.a.	Volkswirtschaft: Wachstum BIP, industrielle Produktion; Immobilienkon.: Nettoabsorption	Entwicklung der „equivalent yields“ (analog. IRR) in sechs Monaten	n.a.	Geschäftsumsätze in der Immobilien- branche bzw. Geschäftserfolg von Jones Lang LaSalle
Ergebnis	n.a.	n.a.	n.a.	Indikatoren weisen stat. signifikanten Zusammenhang auf	n.a.	n.a.
Kriterien d. NBER						
Ökon. Bedeutung	Beschränkt; Fragestellung: tend. Experten- befragung; Teilnehmer: tend. Expertenbefragung	Beschränkt (Einwände aufgr. d. Charakteristika d. Befragten); Fragestellung: Expertenbefragung; Teilnehmer: Expertenbefragung	Beschränkt; Fragestellung: tend. kl. K.-Umfir.; Teilnehmer: tend. Experten- befragung	Ja; Fragestellung: tend. klass. Konjunkturumfrage; Teilnehmer: tend. klass. Konjunkturumfrage	Ja; Fragestellung: Expertenbefragung; Teilnehmer: tend. Expertenbefragung	Beschränkt (nur als unternehmensbez. Konjunkturindikat.); Fragestellung: kl. Konjunkturumfr. Teilnehmer: kl. Konjunkturumfr.
Stat. Eignung	Beschränkt	Beschränkt	Beschränkt (Interpretation erfordert Rückgriff auf Einzeldaten)	Beschränkt	Beschränkt	Ja (vor dem Hintergrund einer unternehmensspez. Konjunkturbeob.)
Konformität	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Verlauf Umkehrp.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Verlaufsglätte	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aktualität	Ja	Ja (bis 2000)	Ja	Nein	Nein	Ja

Tabelle 12: Auswertung monoinstitutionelle Umfragen (III)¹¹¹¹¹¹¹¹ Quelle: Eigene Darstellung.

A 1.3 Finale Fragebögen

RECI Projektentwickler: Seite 1/2		
1) „Wie beurteilen Sie Ihre gegenwärtige Geschäftslage am Mietmarkt in den folgenden Teilmärkten?“ <ul style="list-style-type: none"> • Sehr gut („1“) • Gut („2“) • Befriedigend („3“) • Schlecht („4“) • Sehr schlecht („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
2) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Mietmarkt in den nächsten 12 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
3) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Mietmarkt in den nächsten 24 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 13: Musterfragebogen für Projektentwickler (I)

RECI Projektentwickler: Seite 2/2		
1) „Wie beurteilen Sie Ihre gegenwärtige Geschäftslage am Investmentmarkt in den folgenden Teilmärkten?“ <ul style="list-style-type: none"> • Sehr gut („1“) • Gut („2“) • Befriedigend („3“) • Schlecht („4“) • Sehr schlecht („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
2) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Investmentmarkt in den nächsten 12 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
3) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Investmentmarkt in den nächsten 24 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 14: Musterfragebogen für Projektentwickler (II)

RECI Investoren: Seite 1/2		
1) „Wie beurteilen Sie Ihre gegenwärtige Geschäftslage am Mietmarkt in den folgenden Teilmärkten?“ <ul style="list-style-type: none"> • Sehr gut („1“) • Gut („2“) • Befriedigend („3“) • Schlecht („4“) • Sehr schlecht („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
2) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Mietmarkt in den nächsten 12 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
3) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Mietmarkt in den nächsten 24 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 15: Musterfragebogen für Investoren (I)

RECI Investoren: Seite 2/2		
1) „Wie beurteilen Sie Ihre gegenwärtige Geschäftslage am Investmentmarkt in den folgenden Teilmärkten?“ <ul style="list-style-type: none"> • Sehr gut („1“) • Gut („2“) • Befriedigend („3“) • Schlecht („4“) • Sehr schlecht („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
2) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Investmentmarkt in den nächsten 12 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
3) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Investmentmarkt in den nächsten 24 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 16: Musterfragebogen für Investoren (II)

RECI Fremdfinanzierer: Seite 1/2		
1) „Wie beurteilen Sie Ihre gegenwärtige Geschäftslage am Projektentwicklungsmarkt an den folgenden Standorten?“ <ul style="list-style-type: none"> • Sehr gut („1“) • Gut („2“) • Befriedigend („3“) • Schlecht („4“) • Sehr schlecht („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
2) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Projektentwicklungsmarkt in den nächsten 12 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
3) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Projektentwicklungsmarkt in den nächsten 24 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 17: Musterfragebogen für Fremdfinanzierer (I)

RECI Fremdfinanzierer: Seite 2/2		
4) „Wie beurteilen Sie Ihre gegenwärtige Geschäftslage am Investmentmarkt an den folgenden Standorten?“ <ul style="list-style-type: none"> • Sehr gut („1“) • Gut („2“) • Befriedigend („3“) • Schlecht („4“) • Sehr schlecht („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
5) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Investmentmarkt in den nächsten 12 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
6) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1) wird sich Ihre Geschäftslage am Investmentmarkt in den nächsten 24 Monaten voraussichtlich folgendermaßen entwickeln...“ <ul style="list-style-type: none"> • Günstiger („1“) • Eher günstiger („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher ungünstiger („4“) • Ungünstiger („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 18: Musterfragebogen für Fremdfinanzierer (II)

RECI Maklerunternehmen: 1/2		
1) „Wie beurteilen Sie das Niveau der Nettoabsorption im Verlauf der vergangenen drei Monate in den folgenden Teilmärkten? <ul style="list-style-type: none"> • Überdurchschnittlich („1“) • Eher überdurchschnittlich („2“) • Durchschnittlich („3“) • Eher unterdurchschnittlich („4“) • Unterdurchschnittlich („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
... an B-Standorten		
2) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1), wie beurteilen Sie die Entwicklung der Nettoabsorption in den nächsten 12 Monaten in den folgenden Teilmärkten?“ <ul style="list-style-type: none"> • Ansteigend („1“) • Eher ansteigend („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher rückläufig („4“) • Rückläufig („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
3) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1), wie beurteilen Sie die Entwicklung der Nettoabsorption in den nächsten 24 Monaten in den folgenden Teilmärkten?“ <ul style="list-style-type: none"> • Ansteigend („1“) • Eher ansteigend („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher rückläufig („4“) • Rückläufig („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 19: Musterfragebogen für Maklerunternehmen (I)

RECI Maklerunternehmen: Seite 2/2		
1) „Wie beurteilen Sie das Niveau der Neuanfragen im Verlauf der vergangenen drei Monate in den folgenden Teilmärkten? <ul style="list-style-type: none"> • Überdurchschnittlich („1“) • Eher überdurchschnittlich („2“) • Durchschnittlich („3“) • Eher unterdurchschnittlich („4“) • Unterdurchschnittlich („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
... an B-Standorten		
2) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1), wie beurteilen Sie die Entwicklung der Neuanfragen in den nächsten 12 Monaten in den folgenden Teilmärkten?“ <ul style="list-style-type: none"> • Ansteigend („1“) • Eher ansteigend („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher rückläufig („4“) • Rückläufig („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		
3) „Ausgehend von Ihrer Antwort auf 1), wie beurteilen Sie die Entwicklung der Neuanfragen in den nächsten 24 Monaten in den folgenden Teilmärkten?“ <ul style="list-style-type: none"> • Ansteigend („1“) • Eher ansteigend („2“) • Etwa gleich („3“) • Eher rückläufig („4“) • Rückläufig („5“) • Dort nicht aktiv („0“) 		
	Büro	Einzelhandel
...in Berlin		
...in Düsseldorf		
...in Frankfurt		
...in Hamburg		
...in München		
...an B-Standorten		

Quelle: Eigene Darstellung

Tabelle 20: Musterfragebogen für Maklerunternehmen (II)

A 2 Interviews des Fallstudienvergleichs

A 2.1 Polyinstitutionelle Umfragen

A 2.1.1 Johan Snyman, MFA Indicator (I)

Name	Dr. Johan Snyman
Unternehmen	Medium-Term Forecasting Associates
Kontakt	Building Economists PO Box 7119 Stellenbosch 7599 South Africa
Position	Direktor der Medium-Term Forecasting Associates
Berufserfahrung	Als Volkswirt und ehemaliger Mitarbeiter des Bureau for Economic Research, Stellenbosch University, verfügt Dr. Snyman über langjährige Erfahrung im volkswirtschaftlichen Bereich. Seit 1995 erstellt er den MFA Indicator, einen Geschäftsklima-Index für Bauunternehmer und Baukostenkalkulatoren.
Datum	29.07.2002
Art des Interviews	Telefoninterview

A 2.1.2 Johan Snyman, MFA Indicator (II)

Name	Dr. Johan Snyman
Unternehmen	Medium-Term Forecasting Associates
Kontakt	Medium-Term Forecasting Associates Building Economists PO Box 7119 Stellenbosch 7599 South Africa
Position	Direktor der Medium-Term Forecasting Associates
Berufserfahrung	Als Volkswirt und ehemaliger Mitarbeiter des Bureau for Economic Research, Stellenbosch University, verfügt Dr. Snyman über langjährige Erfahrung im volkswirtschaftlichen Bereich. Seit 1995 erstellt er den MFA Indicator, einen Geschäftsklima-Index für Bauunternehmer und Baukostenkalkulatoren.
Datum	05.05.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 2.1.3 James Leigh, Texas RECI (I)

Name	Dr. James H. Leigh
Unternehmen	Texas A&M University
Kontakt	Department of Marketing Mays Business School Texas A&M University TAMU 4112 College Station, TX 77843-4112 United States of America
Position	Associate Professor of Marketing & Ph.D. Advisor.
Berufserfahrung	Dr. Leigh ist seit über 20 Jahren an der Texas A&M University tätig und hat eine Vielzahl von Artikeln zum Thema Marketing und Werbung publiziert sowie themenbezogene Auszeichnungen erhalten. Er arbeitet eng mit dem Real Estate Research Center zusammen und betreut hauptverantwortlich den Texas Real Estate Confidence Index.
Datum	22.07.2002, 19.09.2002
Art des Interviews	2 schriftliche Interviews (hier in aggregierter Form vorliegend)

A 2.1.4 James Leigh, Texas RECI (II)

Name	Dr. James H. Leigh
Unternehmen	Texas A&M University
Kontakt	Department of Marketing Mays Business School Texas A&M University TAMU 4112 College Station, TX 77843-4112 United States of America
Position	Associate Professor of Marketing & Ph.D. Advisor.
Berufserfahrung	Dr. Leigh ist seit über 20 Jahren an der Texas A&M University tätig und hat eine Vielzahl von Artikeln zum Thema Marketing und Werbung publiziert sowie themenbezogene Auszeichnungen erhalten. Er arbeitet eng mit dem Real Estate Research Center zusammen und betreut hauptverantwortlich den Texas Real Estate Confidence Index.
Datum	31.03.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 2.1.5 Glenn Crellin, Washington RECI (I)

Name	Glenn E. Crellin
Unternehmen	Washington State University
Kontakt	Washington Center for Real Estate Research Washington State University P.O. Box 644861 Pullman, WA 99164-4861 United States of America
Position	Direktor des Washington Center for Real Estate Research
Berufserfahrung	Mr. Crellin verfügt über eine mehr als 20-jährige Berufserfahrung in der Immobilienwirtschaft, in deren Verlauf er Gelegenheit hatte, vor dem Hintergrund seiner Ausbildung als MA, Economics, University of Maryland, vor allem am Wohnungsmarkt wertvolle Erkenntnisse zu sammeln. Als Initiator und Koordinator des Washington Real Estate Confidence Index ist er sehr gut mit der Thematik der Konstruktion von immobilienbezogenen Geschäftsklimaindizes vertraut.
Datum	18.07.2002
Art des Interviews	Telefoninterview

A 2.1.6 Glenn Crellin, Washington RECI (II)

Name	Glenn E. Crellin
Unternehmen	Washington State University
Kontakt	Washington Center for Real Estate Research Washington State University P.O. Box 644861 Pullman, WA 99164-4861 United States of America
Position	Direktor des Washington Center for Real Estate Research
Berufserfahrung	Mr. Crellin verfügt über eine mehr als 20-jährige Berufserfahrung in der Immobilienwirtschaft, in deren Verlauf er Gelegenheit hatte, vor dem Hintergrund seiner Ausbildung als MA, Economics, University of Maryland, vor allem am Wohnungsmarkt wertvolle Erkenntnisse zu sammeln. Als Initiator und Koordinator des Washington Real Estate Confidence Index ist er sehr gut mit der Thematik der Konstruktion von immobilienbezogenen Geschäftsklimaindizes vertraut.
Datum	13.09.2002
Art des Interviews	Telefoninterview

A 2.1.7 Glenn Crellin, Washington RECI (III)

Name	Glenn E. Crellin
Unternehmen	Washington State University
Kontakt	Washington Center for Real Estate Research Washington State University P.O. Box 644861 Pullman, WA 99164-4861 United States of America
Position	Direktor des Washington Center for Real Estate Research
Berufserfahrung	Mr. Crellin verfügt über eine mehr als 20-jährige Berufserfahrung in der Immobilienwirtschaft, in deren Verlauf er Gelegenheit hatte, vor dem Hintergrund seiner Ausbildung als MA, Economics, University of Maryland, vor allem am Wohnungsmarkt wertvolle Erkenntnisse zu sammeln. Als Initiator und Koordinator des Washington Real Estate Confidence Index ist er sehr gut mit der Thematik der Konstruktion von immobilienbezogenen Geschäftsklimaindizes vertraut.
Datum	31.03.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 2.1.8 Vanessa Leonard, NZPI Confidence Indicator

Name	Vanessa Leonard
Unternehmen	UMR Research Limited
Kontakt	UMR Research Limited 11 Earle Street Parnell Auckland New Zealand
Position	Quantitative Manager
Berufserfahrung	Responsible for statistical economic analyses
Datum	18.04.2005, 20.04.2005
Art des Interviews	Schriftverkehr per Email

A 2.1.9 Peter Beddek, NZPI Confidence Indicator

Name	Peter Beddek
Unternehmen	Maltby & Partners
Kontakt	Maltby & Partners Level 3, 22 Panama Street PO Box 1034, Wellington New Zealand
Position	Managing Director
Berufserfahrung	Ehemaliger Koordinator des NZPI Confidence Indicator, der im Jahr 2002 aus gesundheitlichen Gründen aus dem Unternehmen ausschied.
Datum	03.10.2002
Art des Interviews	Schriftverkehr per Email

A 2.1.10 Leslie Chua, JLL Investor Sentiment Survey Asia

Name	Leslie Chua
Unternehmen	Jones Lang LaSalle
Kontakt	Jones Lang LaSalle 9 Raffles Place #39-00 Republic Plaza Singapore 048619 Singapore
Position	Head of Real Estate Intelligence Services - Asia
Berufserfahrung	Before joining JLL in 2000, Mr. Chua worked as a financial journalist and researcher in the media and chemicals sector.
Datum	21.04.2005
Art des Interviews	Schriftverkehr per Email

A 2.1.11 Uta Hummel, DTZ Immobilienbarometer

Name	Uta Hummel
Unternehmen	DTZ Consulting & Research GmbH
Kontakt	DTZ Consulting & Research GmbH Barckhausstraße 10 D-60325 Frankfurt am Main
Position	Mitglied der Research Gruppe der DTZ Consulting GmbH; inzwischen aus dem Unternehmen ausgeschieden
Berufserfahrung	Als Mitglied der Research Gruppe der DTZ Consulting GmbH arbeitet Frau Hummel an deutschlandweiten Researchprojek- ten und betreut seit Januar 1999 hauptverantwortlich das zweimal jährlich erscheinende DTZ Immobilienbarometer.
Datum	20.08.2002
Art des Interviews	persönliches Interview im Büro der DTZ Consulting GmbH, Frankfurt am Main.

A 2.2 Monoinstitutionelle Umfragen

A 2.2.1 Peter Korpacz, Korpacz Real Estate Investor Survey

Name	Peter Korpacz
Unternehmen	PricewaterhouseCoopers LLP
Kontakt	PricewaterhouseCoopers LLP 3121 Glen Abbey Drive Mount Airy, MD 21771 United States of America
Position	Head of Global Strategic Real Estate Research Group
Berufserfahrung	Mr. Korpacz leitet das weltweite Immobilien-Research von PricewaterhouseCoopers und ist einer der bekanntesten Immobilienbewerter der Vereinigten Staaten. Zusätzlich ist weltweit eine der Personen mit der längsten Erfahrung im Bereich der umfragebasierten Marktforschung auf Immobilienmärkten und betreibt seit über 17 Jahren die international bekannte und anerkannte Korpacz Real Estate Investor Survey.
Datum	07.04.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 2.2.2 Cynthia Angell, FDIC Survey of Real Estate Trends

Name	Cynthia Angell
Unternehmen	Federal Deposit Insurance Corporation
Kontakt	Federal Deposit Insurance Corporation Economic Analysis Section Division of Insurance and Research 801 17th Street, N.W. Washington, D.C. 20434 United States of America
Position	Senior Financial Economist
Berufserfahrung	Ehemalige Koordinatorin der FDIC Survey of Real Estate Trends
Datum	30.09.2002
Art des Interviews	Schriftliches Interview

A 2.2.3 Peter Studley, DBRE Survey of Leasing Sentiment

Name	Peter Studley
Unternehmen	DB RREEF Funds Management Limited
Kontakt	DB RREEF Funds Management Limited Australia
Position	Head of Research
Berufserfahrung	Mr. Studley is Head of Research for DB RREEF a major property investment group managed in partnership with Deutsche Bank. He is responsible for investment strategy and the view on real estate markets across the Asia Pacific region. His previous roles have been in the fields of property finance and economics.
Datum	26.04.2005
Art des Interviews	Schriftliches Interview

A 2.2.4 Chris Jessop, PMA Survey of Investor Preference (I)

Name	Chris Jessop
Unternehmen	Property Market Analysis LLP
Kontakt	Property Market Analysis LLP Berkshire House 168-173 High Holborn London WC1V 7AA United Kingdom
Position	Property researcher
Berufserfahrung	Mr. Jessop ist einer der Betreuer der PMA Survey of Investor Preference
Datum	25.04.2005
Art des Interviews	Schriftliches Interview

A 2.2.5 Chris Jessop, PMA Survey of Investor Preference (II)

Name	Chris Jessop
Unternehmen	Property Market Analysis LLP
Kontakt	Property Market Analysis LLP Berkshire House 168-173 High Holborn London WC1V 7AA United Kingdom
Position	Property researcher
Berufserfahrung	Mr. Jessop ist einer der Betreuer der PMA Survey of Investor Preference
Datum	05.05.2005
Art des Interviews	Schriftliches Interview

A 2.2.6 Claudia Pozdziech, IKB Developer Trends

Name	Claudia Pozdziech
Unternehmen	IKB Deutsche Industriebank AG
Kontakt	IKB Deutsche Industriebank AG Wilhelm-Bötzkes-Straße 1 40474 Düsseldorf
Position	Vertriebsmarketing
Berufserfahrung	Frau Pozdziech ist einer der Betreuer der IKB Developer Trends
Datum	11.05.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 2.2.7 Helge Scheunemann/Matthias Barthauer, JLL (I)

Name	Helge Scheunemann Matthias Barthauer
Unternehmen	Jones Lang LaSalle GmbH
Kontakt	Jones Lang LaSalle GmbH Oberbaumbrücke 1 20457 Hamburg
Position	HS: Prokurist und Leiter Research Deutschland MB: Senior Research Analyst
Berufserfahrung	Als Leiter des Research Deutschland eines der bedeutendsten Maklerhäuser der Welt verfügt Herr Scheunemann über eine langjährige Erfahrung in der Analyse von Immobilienmärkten. Dies gilt ebenfalls für Herrn Barthauer als Spezialist für Statistik bei Jones Lang LaSalle.
Datum	09.03.2005
Art des Interviews	Persönliches Interview in der Niederlassung in Hamburg

A 3 Methodik und Ergebnisse der Probeerhebung

In Anbetracht der Tatsache, dass die Erfahrung im Umgang mit Geschäftsklimaindikatoren bei den insgesamt 15 Befragten von Stufe zu Stufe abnimmt, während gleichzeitig die Anzahl der Befragten ansteigt, wurde der Standardisierungsgrad der Befragung kontinuierlich erhöht. Während die Befragung von Nerb und von den drei Koordinatoren der Geschäftsklimaindikatoren als Fachgespräche betrachtet werden können, wurden den Mitgliedern der jeweiligen zu befragenden Gruppen stark standardisierte Fragebögen vorgelegt, die eine direkte Vergleichbarkeit der Antworten ermöglichen. Das Ergebnis des dreistufigen Prozesses stellte eine iterative Fortentwicklung des Fragebogens dar, in deren Verlauf Anmerkungen, die von mehreren Teilnehmern geäußert worden waren und berechtigt waren, Stück für Stück eingearbeitet und im Rahmen eines überarbeiteten Fragebogens weiteren Teilnehmern vorgelegt wurden.

Das Gespräch mit Nerb führte zu den folgenden Ergebnissen:

- Diskussion der Grundsatzentscheidung über eine klassische Konjunkturumfrage bzw. eine Expertenbefragung: Es bestehen Zweifel an einer ausreichenden Anzahl von Teilnehmern für eine klassische Konjunkturumfrage. Die Anzahl reicht insbesondere dann nicht aus, wenn neben fünf Städten und zwei Immobilientypen noch weitere typologische und regionale Teilmärkte abgebildet werden sollen. Eine Expertenbefragung mit dem Ziel, die Zahl der Teilnehmer zu erhöhen, stellt in diesem Fall zwar die zweitbeste Lösung, potenziell aber die durchführbarere Lösung dar. Mischungen der beiden Typen innerhalb desselben Fragebogens erweisen sich grundsätzlich nicht als sinnvoll.¹¹¹²
- Diskussion möglicher Kriterien für eine Gewichtung der Antworten einzelner Marktteilnehmer und einzelner Gruppen: Das genaue Gewichtungskriterium ist nicht von großer Bedeutung. Gewichtungen müssen degressiv sein, um die Angaben großer Teilnehmer zwar stärker aber nicht überproportional zu gewichten. Die Wertschöpfung steht in diesem Fall nicht zur Verfügung. Am Anfang ist es daher gerechtfertigt, die einzelnen Gruppen gleich zu gewichten und ihr jeweiliges Gewicht am späteren Prognoseerfolg zu messen. Das für die einzelnen Teilnehmer innerhalb der Gruppen adäquate Gewichtungskriterium muss in Zusammenarbeit mit diesen direkt abgeleitet werden.¹¹¹³

¹¹¹² Vgl. Interview Nerb (2005), Anhang.

¹¹¹³ Vgl. Interview Nerb (2005), Anhang.

- Diskussion der zu erfassenden Prognosehorizonte: Erwartungen ohne konkreten Erwartungshorizont sind nicht sinnvoll. Ein Horizont von 24 Monaten ist zwar ungewöhnlich, aber nicht undenkbar.¹¹¹⁴
- Einführung von Sonderfragen: In Anbetracht des bisherigen Umfangs des Fragebogens würden weitere Fragestellungen die Teilnehmer möglicherweise überfordern.¹¹¹⁵
- Diskussion des zu wählenden Erhebungsrhythmus: Ein monatlicher Turnus führt zu einer engeren Bindung des befragten Unternehmens und des erhebenden Institutes. Sofern der betrachtete Markt von Monat zu Monat keinen spontanen Änderungen unterliegt, reichen vierteljährliche Erhebungen aus.¹¹¹⁶
- Weitere Ergebnisse umfassten: Überarbeitung einzelner Formulierungen / Einführung einer Antwortkategorie, die Märkte kennzeichnet, an denen der Teilnehmer nicht geschäftlich aktiv ist / kosmetische Veränderungen zur Verbesserung der Übersichtlichkeit.¹¹¹⁷

Die Ergebnisse der zweiten Stufe der Probeerhebung umfassten die folgenden Punkte:

- Diskussion der begrifflichen Grundlagen: Es ist eine definitorische Präzisierung des Begriffes „Einzelhandel“ erforderlich. Der Sinn der Kategorien „alle Teilmärkte“ und „alle Städte“ wurde bezweifelt.¹¹¹⁸
- Diskussion der zu erfassenden Prognosehorizonte: Es wurde der Standpunkt vertreten, dass ein Erwartungshorizont von 24 Monaten möglicherweise zu weit gefasst ist.¹¹¹⁹
- Diskussion der Rationalität des Verhaltens der Marktteilnehmer: Es wird bezweifelt, dass die Verhaltensrelevanz der Erwartungen auf Immobilienmärkten stark ausgeprägt ist.¹¹²⁰
- Diskussion des Umfangs des Fragebogens: Sofern Marktteilnehmer wirklich in mehreren typologischen und regionalen Teilbereichen geschäftlich tätig sind, steigt die Anforderung an den Teilnehmer. Prinzipiell wird der Umfang nicht als zu groß angesehen.¹¹²¹ Die breite Aufschlüsselung nach einzelnen Teilmärkten

¹¹¹⁴ Vgl. Interview Nerb (2005), Anhang.

¹¹¹⁵ Vgl. Interview Nerb (2005), Anhang.

¹¹¹⁶ Vgl. Interview Nerb (2005), Anhang.

¹¹¹⁷ Vgl. Interview Nerb (2005), Anhang.

¹¹¹⁸ Vgl. Interview Scheunemann/Barthauer (2005), Anhang.

¹¹¹⁹ Vgl. Interview Crellin (2005), Anhang; Interview Leigh (2005), Anhang.

¹¹²⁰ Vgl. Interview Leigh (2005), Anhang.

¹¹²¹ Vgl. Interview Crellin (2005), Anhang.

wirft jedoch die Frage auf, wie die Teilnehmer identifiziert werden sollen, die sich in den betreffenden Bereichen jeweils auskennen.¹¹²²

- Diskussion der Repräsentativität der Ergebnisse: Es wird als problematisch angesehen, eine Anzahl an Teilnehmern zu identifizieren, die ausreicht, um die Ergebnisse in allen Teilbereichen methodisch abzusichern.¹¹²³
- Diskussion der betrachteten typologischen Teilmärkte: Das Volumen des wohnwirtschaftlichen Immobilienmarktes übersteigt deutlich das Volumen des gewerblichen Immobilienmarktes. Vor diesem Hintergrund sollte der Wohnimmobilienmarkt ebenfalls einbezogen werden.¹¹²⁴
- Diskussion der betrachteten regionalen Teilmärkte: Eine weitere Kategorie mit „regionalen Standorten“ wäre erstrebenswert.¹¹²⁵
- Diskussion der einbezogenen Gruppen: Überschneidungen zwischen den Gruppen müssen bei der Datenerhebung berücksichtigt werden.¹¹²⁶
- Diskussion der Besonderheiten der Gruppe der Nutzer: Nutzer haben einen kürzeren Erwartungshorizont als 24 Monate. Sie denken vielmehr in Zeiträumen von sechs bis zwölf Monaten / Nicht alle Vermietungen können über die Maklerhäuser erfasst werden / Aus einer guten Geschäftslage der Maklerhäuser kann noch nicht auf eine Verbesserung der Marktsituation geschlossen werden / Die Gruppe der Nutzer ist auf Immobilienmärkten am wenigsten greifbar / Wenn möglich, sollten die Nutzer direkt befragt werden.¹¹²⁷
- Weitere Ergebnisse umfassten: die Notwendigkeit, zu verhindern, dass Befragte für Bereiche antworten, in denen sie nicht direkt aktiv sind / Schwierigkeit, Projektentwickler zu identifizieren / Notwendigkeit der Einführung einer Antwortkategorie, die Märkte kennzeichnet, auf denen der Teilnehmer nicht geschäftlich aktiv ist¹¹²⁸ / Die Empfehlung, sich an der Methodik des ifo Instituts zu orientieren.¹¹²⁹

Die Ergebnisse der dritten Stufe der Erhebung werden im Gegensatz zu den vorangegangenen Stufen nach den einzelnen zwölf Fragen gegliedert:

1. Wie ist Ihr Gesamteindruck der Fragebögen?

¹¹²² Vgl. Interview Leigh (2005), Anhang.

¹¹²³ Vgl. Interview Leigh (2005), Anhang.

¹¹²⁴ Vgl. Interview Leigh (2005), Anhang.

¹¹²⁵ Vgl. Interview Scheunemann/Barthauer (2005), Anhang.

¹¹²⁶ Vgl. Interview Scheunemann/Barthauer (2005), Anhang.

¹¹²⁷ Vgl. Interview Scheunemann/Barthauer (2005), Anhang.

¹¹²⁸ Vgl. Interview Crellin (2005), Anhang; Interview Leigh (2005), Anhang.

¹¹²⁹ Vgl. Interview Scheunemann/Barthauer (2005), Anhang.

Formulierungen: Der Begriff der Einzelhandelsimmobilien bedarf einer Erläuterung.¹¹³⁰ Zwar wäre eine Fokussierung auf reine Einzelhandelsimmobilien definitiv klarer, dafür aber weniger aussagekräftig, da reine Einzelhandelsimmobilien nicht oft in der Innenstadt anzutreffen sind und vor allem nicht regelmäßig neu gebaut bzw. abgerissen werden¹¹³¹ / Eine Geschäftslage kann im Fall von Investoren entweder gut zum Kauf oder gut zum Verkauf sein. An dieser Stelle wäre eine Differenzierung wünschenswert¹¹³² / Die Formulierung „unsere Geschäftslage“ könnte dazu verleiten, die ganze Branche betrachten zu wollen und nicht das konkrete Unternehmen¹¹³³ / Die Begriffe Mietmarkt und Investmentmarkt sollten anstelle von Flächen- und Anlagemarkt benutzt werden¹¹³⁴ / Anstelle des Begriffes Neubau- markt wäre der Begriff des Projektentwicklungsmarktes vorteilhafter.¹¹³⁵

Inhalte: Es wurde angeregt, nicht nach Städten, sondern nach Regionen zu untergliedern¹¹³⁶ / Alternativ wurde vorgeschlagen, auf jeden Fall nach erweiterten Stadtgebieten zu gliedern, um bspw. in Frankfurt nicht Standorte wie Eschborn und Niederrad auszuschließen¹¹³⁷ / Im Spezialfall der Maklerunternehmen wurde angeregt, die Kernvariable Nettoabsorption um andere Variablen zu erweitern¹¹³⁸

Formales: Eine dreigeteilte Skalierung birgt die Gefahr einer Tendenz zur Mitte. Aus diesem Grund wäre eine Fünferskalierung vorzuziehen.¹¹³⁹

2. Wie ist Ihr Eindruck der einzelnen Fragen?

Die Aufforderung, von saisonalen Einflüssen zu abstrahieren, wird dem Charakter von Immobilienmärkten nicht gerecht. Zudem könnte sie verwirrend wirken.¹¹⁴⁰ Ansonsten werden die Fragen als klar beurteilt.

3. Wie nutzerfreundlich sind die Fragebögen gestaltet?

Ankreuzbare Antworten würden den Beantwortungsaufwand zusätzlich verringern¹¹⁴¹ / Das Antwortschema wird mit identischen Schulnoten einmal für absolute und einmal für relative Aussagen eingesetzt. Es muss klargestellt werden, dass

¹¹³⁰ Vgl. Interview Eisermann (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang; Interview Ironside (2005), Anhang.

¹¹³¹ Vgl. Interview Heuchert (2005), Anhang.

¹¹³² Vgl. Interview Gminder (2005), Anhang.

¹¹³³ Vgl. Interview Heuchert (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang.

¹¹³⁴ Vgl. Interview Heinig (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang.

¹¹³⁵ Vgl. Interview Heinig (2005), Anhang; Interview Heuchert (2005), Anhang.

¹¹³⁶ Vgl. Interview Hoberg (2005), Anhang.

¹¹³⁷ Vgl. Interview Heuchert (2005), Anhang.

¹¹³⁸ Vgl. Interview Kielholz (2005), Anhang.

¹¹³⁹ Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang; Interview Heuchert (2005), Anhang; Interview Wentz (2005), Anhang.

¹¹⁴⁰ Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang; Interview Gminder (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang. Wie die Äußerungen anderer Marktteilnehmer andeuten, ist diese Ansicht nicht unumstritten. Vgl. Interview Götzelmann (2005), Anhang.

¹¹⁴¹ Vgl. Interview Hoberg (2005), Anhang.

dies den Befragten deutlich ist¹¹⁴² Abgesehen davon werden die Fragebögen als nutzerfreundlich angesehen.

4. Wie beurteilen Sie den Umfang der Fragebögen?

Der Umfang des Fragebogens wurde als angemessen beurteilt / Teilweise wurde darauf hingewiesen, dass er auch nicht viel länger hätte sein dürfen¹¹⁴³ / Andere Marktteilnehmer halten jedoch auch drei bis vier Seiten für zumutbar¹¹⁴⁴

5. Welche erhobenen Informationen halten Sie für wichtig?

Alle erhobenen Informationen werden fast einstimmig als relevant eingestuft (Einschränkungen siehe im folgenden Punkt).

6. Welche erhobenen Informationen halten Sie für weniger wichtig?

Die Spalte „Alle Teilmärkte“ schafft keinen Mehrwert und wirkt erklärungsbedürftig¹¹⁴⁵ / Vor allem Projektentwickler beurteilten die Informationen zwar als wichtig, jedoch als nicht in ausreichender Weise aufgeschlüsselt.¹¹⁴⁶

7. Welche Informationen fehlen Ihrer Ansicht nach in dem Fragebogen?

Der Bereich der Logistikimmobilien¹¹⁴⁷ / Hotel- oder Wohnimmobilienmärkte¹¹⁴⁸ / Untertypen einzelner Immobilientypologien wurden – insbesondere im Einzelhandel – als sinnvoll angesehen¹¹⁴⁹ / Die Größen des geplanten Investitions-, Desinvestitions- und Vermietungsvolumens werden ebenfalls als relevant eingestuft¹¹⁵⁰ / Es wäre sinnvoll, auch Nebenlagen abzudecken¹¹⁵¹ / Andere Marktteilnehmer hielten Nebenlagen nicht für sinnvoll¹¹⁵² / Köln und Stuttgart könnten ebenfalls abgebildet werden.¹¹⁵³ Vor dem Einbezug muss jedoch geprüft werden, ob eine unter statistischen Gesichtspunkten ausreichende Anzahl von Teilnehmer identifiziert

¹¹⁴² Vgl. Interview Gminder (2005), Anhang.

¹¹⁴³ Vgl. Interview Heinig (2005), Anhang.

¹¹⁴⁴ Vgl. Interview Götzelmann (2005), Anhang; Interview Kielholz (2005), Anhang; Interview Wentz (2005), Anhang.

¹¹⁴⁵ Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang; Interview Gminder (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang; Interview Kreuter (2005), Anhang.

¹¹⁴⁶ Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang; Interview Wentz (2005), Anhang. Dabei muss jedoch beachtet werden, dass die Version des Fragebogens, die den Projektentwicklern zugeschickt wurde, nur einen Fragebogen für Miet- und Investmentmarkt beinhaltete. Eine Differenzierung zwischen Teilmärkten wurde als vorteilhafter angesehen.

¹¹⁴⁷ Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang; Interview Gminder (2005), Anhang; Interview Götzelmann (2005), Anhang; Interview Heinig (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang; Interview Ironside (2005), Anhang; Interview Kielholz (2005), Anhang; Interview Kreuter (2005), Anhang.

¹¹⁴⁸ Vgl. Interview Heinig (2005), Anhang; Interview Heuchert (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang; Interview Kreuter (2005), Anhang; Interview Wentz (2005), Anhang.

¹¹⁴⁹ Vgl. Interview Eisermann (2005), Anhang; Interview Heinig (2005), Anhang; Interview Wentz (2005), Anhang.

¹¹⁵⁰ Vgl. Interview Hoberg (2005), Anhang.

¹¹⁵¹ Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang.

¹¹⁵² Vgl. Interview Eisermann (2005), Anhang; Interview Kielholz (2005), Anhang.

¹¹⁵³ Vgl. Interview Heinig (2005), Anhang.

werden kann¹¹⁵⁴ / Projektentwickler halten es zudem für notwendig, abzufragen, in welche Richtung sich das Geschäft verlagert.

8. Welche Erwartungshorizonte sind für die Handlungen Ihres Unternehmens und die Ihrer Wettbewerber am relevantesten (3, 6, 12, 18 oder 24 Monate)?

Eine Periode von sechs Monaten zwischen zwei zu beurteilenden Erwartungszeiträumen wird als zu kurz angesehen. Zudem wird ein Erwartungszeitraum von sechs Monaten per se als zu kurz angesehen.¹¹⁵⁵

Investoren: ein Zeitraum von 24 Monaten¹¹⁵⁶ bzw. Zeiträume von zwölf und 24 Monaten¹¹⁵⁷

Banken: ein Zeitraum von zwölf und 24 Monaten¹¹⁵⁸ / Alternativ wurden Zeiträume von zwölf und 24 Monaten angeregt¹¹⁵⁹ / In einem Fall wurden 24 Monate als zu lang bezeichnet¹¹⁶⁰

Projektentwickler: zwölf bis 24 Monate¹¹⁶¹ / teilweise wird zwölf Monate als zu kurz angesehen, während 24 bzw. 36 Monate die relevanten Zeiträume darstellen¹¹⁶²

Makler: Die Prognose einer Nettoabsorption sollte über einen Zeitraum 24 Monaten möglich sein¹¹⁶³ / An anderer Stelle wurde ein Zeitraum von maximal 12 Monaten für realistisch befunden¹¹⁶⁴ bzw. ein Zeitraum von 24 Monaten wurde als zu lang bezeichnet.¹¹⁶⁵

9. Welche Person innerhalb eines typischen Unternehmens, das als Investor auf Immobilienmärkten aktiv ist, verfügt sowohl über die für die Beantwortung der Fragen notwendigen innerbetrieblichen Einblicke als auch über die Möglichkeit, Erwartungen in Entscheidungen umzusetzen?

Investoren: Der Leiter der Akquisition bzw. der Asset Manager¹¹⁶⁶ / Alternativ der Leiter des Portfoliomanagements oder die Geschäftsleitung¹¹⁶⁷ / zu beachten ist hierbei jedoch, dass gleiche Funktionen in verschiedenen Unternehmen unterschiedliche Namen tragen und dass Funktionen in Abhängigkeit von der Struktur

¹¹⁵⁴ Vgl. Interview Heuchert (2005), Anhang.

¹¹⁵⁵ Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang; Interview Ironside (2005), Anhang.

¹¹⁵⁶ Vgl. Interview Ironside (2005), Anhang.

¹¹⁵⁷ Vgl. Interview Gminder (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang.

¹¹⁵⁸ Vgl. Interview Heuchert (2005), Anhang.

¹¹⁵⁹ Vgl. Interview Eisermann (2005), Anhang.

¹¹⁶⁰ Vgl. Interview Heinig (2005), Anhang.

¹¹⁶¹ Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang; Kreuter (2005), Anhang.

¹¹⁶² Vgl. Interview Wentz (2005), Anhang.

¹¹⁶³ Vgl. Interview Kielholz (2005), Anhang.

¹¹⁶⁴ Vgl. Interview Götzelmann (2005), Anhang.

¹¹⁶⁵ Vgl. Interview Scheunemann/Barthauer (2005), Anhang.

¹¹⁶⁶ Vgl. Interview Ironside (2005), Anhang.

¹¹⁶⁷ Vgl. Interview Gminder (2005), Anhang.

des Unternehmens nicht existieren können¹¹⁶⁸ / Für die Mietmärkte sollten Vermietungsspezialisten befragt werden.¹¹⁶⁹

Banken: Der jeweilig zuständige Niederlassungsleiter¹¹⁷⁰ / Der Leiter des Vertriebs¹¹⁷¹

Projektentwickler: Geschäftsführer¹¹⁷² / Geschäftsführer, zweite Führungsebenen und Stabstellen sowie Niederlassungsleiter¹¹⁷³ / Geschäftsführer bzw. Niederlassungsleiter¹¹⁷⁴

Makler: Alternativ bieten sich hier die Geschäftsführung oder die Researchabteilung an.¹¹⁷⁵

10. Welche Größen eignen sich bei der Erhebung für eine Gewichtung des konjunkturellen Einflusses Ihres Unternehmens und Ihrer Wettbewerber?

Investoren: Geplantes Investitionsvolumen für die kommenden zwölf Monate¹¹⁷⁶ und – aushilfsweise – die assets under management¹¹⁷⁷ / Alternativ das durchschnittliche Anlagevolumen¹¹⁷⁸ / Denkbar wäre es auch, die Anzahl der Mitarbeiter in der Akquisition zu erheben¹¹⁷⁹ / Für die Mietmärkte werden die geplanten Vermietungsvolumina vorgeschlagen.¹¹⁸⁰

Banken: Der Bestand an Krediten sagt nicht viel aus, da bspw. zunehmend vergebene Kredite verbrieft werden, so dass sie in den Bilanzen nicht auftauchen. Besser wäre das vergangene oder geplante Neugeschäftsvolumen.¹¹⁸¹

Projektentwickler: Volumen in der Entwicklung, entweder in Euro oder in Quadratmetern¹¹⁸² / Durchschnittliches Volumen der vergangen fünf Jahre¹¹⁸³ / Anzahl der Projekte bzw. Anzahl der Mitarbeiter¹¹⁸⁴

Makler: Frage 10 ist auf Expertenbefragungen nicht anwendbar (vgl. Punkt 5.2.7).

¹¹⁶⁸ Vgl. Interview Gminder (2005), Anhang.

¹¹⁶⁹ Vgl. Interview Hoberg (2005), Anhang.

¹¹⁷⁰ Vgl. Interview Heuchert (2005), Anhang.

¹¹⁷¹ Vgl. Interview Eisermann (2005), Anhang; Heinig (2005), Anhang.

¹¹⁷² Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang.

¹¹⁷³ Vgl. Interview Kreuter (2005), Anhang.

¹¹⁷⁴ Vgl. Interview Wentz (2005), Anhang.

¹¹⁷⁵ Vgl. Interview Götzelmann (2005), Anhang; Interview Kielholz (2005), Anhang.

¹¹⁷⁶ Vgl. Interview Hoberg (2005), Anhang; Interview Ironside (2005), Anhang.

¹¹⁷⁷ Vgl. Interview Ironside (2005), Anhang.

¹¹⁷⁸ Vgl. Interview Gminder (2005), Anhang.

¹¹⁷⁹ Vgl. Interview Ironside (2005), Anhang.

¹¹⁸⁰ Vgl. Interview Hoberg (2005), Anhang

¹¹⁸¹ Vgl. Interview Eisermann (2005), Anhang; Interview Heinig (2005), Anhang; Interview Heuchert (2005), Anhang.

¹¹⁸² Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang; Interview Kreuter (2005), Anhang.

¹¹⁸³ Vgl. Interview Kreuter (2005), Anhang. Von anderer Seite wird das durchschnittliche Volumen als nur bedingt aussagekräftig angesehen. Vgl. Interview Wentz (2005), Anhang.

¹¹⁸⁴ Vgl. Interview Wentz (2005), Anhang.

11. (Testfrage) Gemessen an diesem Gewichtungskriterium schätzen Sie ihr eigenes Unternehmen im Vergleich zum Branchendurchschnitt als klein, durchschnittlich oder groß ein?

12. Sehen Sie ansonsten irgendwelche Probleme bei der Durchführung einer regelmäßigen Konjunkturumfrage auf Immobilienmärkten?

Akzeptanz: In der Immobilienbranche werden zu viele qualitative Erhebungen durchgeführt. Der Mehrwert der Teilnahme muss klar kommuniziert werden¹¹⁸⁵ / Es besteht die Gefahr einer halbherzigen Beantwortung¹¹⁸⁶ / Lediglich eine sehr renommierte Institution kann einen derartigen Indikator mit Erfolg konzipieren¹¹⁸⁷ / Eine kritische Masse an Teilnehmern muss erreicht werden.¹¹⁸⁸

Durchführung: Es wird als problematisch angesehen, für die erhobenen Informationen eine angemessene Menge an Teilnehmern zu bekommen¹¹⁸⁹ / Die Identifikation der Ansprechpartner¹¹⁹⁰ / Die Konstanz der Ansprechpartner¹¹⁹¹

Interpretation: Aufgrund der längerfristigen Dynamik der Immobilienmärkte werden die Ausschläge des Indikators beschränkt ausfallen.¹¹⁹²

¹¹⁸⁵ Vgl. Interview Gminder (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang; Interview Kielholz (2005), Anhang.

¹¹⁸⁶ Vgl. Interview Heinig (2005), Anhang.

¹¹⁸⁷ Vgl. Interview Heinig (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang; Interview Kreuter (2005), Anhang.

¹¹⁸⁸ Vgl. Heuchert Interview (2005), Anhang.

¹¹⁸⁹ Vgl. Interview Heuchert (2005), Anhang.

¹¹⁹⁰ Vgl. Interview Bone-Winkel (2005), Anhang; Interview Götzelmann (2005), Anhang; Interview Hoberg (2005), Anhang.

¹¹⁹¹ Vgl. Interview Eisermann (2005), Anhang.

¹¹⁹² Vgl. Interview Heuchert (2005), Anhang.

A 4 Interviews der Probeerhebung

A 4.1 Experten des ifo Instituts

A 4.1.1 Gernot Nerb, ifo Institut (I)

Name	Dr. Gernot Nerb
Unternehmen	ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V., München.
Kontakt	ifo Institut für Wirtschaftsforschung Bereich Unternehmensbefragungen Poschingerstraße 5 (Postfach 86 04 60) 81679 München (81631 München)
Position	Leiter der Bereiche Branchenforschung und Unternehmensumfragen.
Berufserfahrung	Als ehemaliger Wirtschaftsberater der EU-Kommission und als ehemaliger Volkswirt der Investmentbank Salomon Brothers verfügt Herr Dr. Nerb über umfangreiche volkswirtschaftliche Expertise. Herr Dr. Nerb beschäftigt sich zudem seit fast 20 Jahren mit den Bereichen der Konjunkturforschung und der ökonomischen Verhaltensforschung und gilt in Deutschland als führender Experte auf dem Gebiet der Unternehmensbefragungen, zu dem er eine Vielzahl von Büchern, wissenschaftlichen Untersuchungen und Aufsätzen publiziert hat.
Datum	20.09.2002
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.1.2 Gernot Nerb, ifo Institut (II)

Name	Dr. Gernot Nerb
Unternehmen	ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V., München.
Kontakt	ifo Institut für Wirtschaftsforschung Bereich Unternehmensbefragungen Poschingerstraße 5 (Postfach 86 04 60) 81679 München (81631 München)
Position	Leiter der Bereiche Branchenforschung und Unternehmensumfragen
Berufserfahrung	s.o.
Datum	31.03.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.2 Koordinatoren internationaler Konjunkturumfragen

A 4.2.1 James Leigh, Texas RECI (III)

Name	Dr. James H. Leigh
Unternehmen	Texas A&M University
Kontakt	Department of Marketing Mays Business School Texas A&M University TAMU 4112 College Station, TX 77843-4112 United States of America
Position	Associate Professor of Marketing & Ph.D. Advisor.
Berufserfahrung	Dr. Leigh ist seit über 20 Jahren an der Texas A&M University tätig und hat eine Vielzahl von Artikeln zum Thema Marketing und Werbung publiziert sowie themenbezogene Auszeichnungen erhalten. Er arbeitet eng mit dem Real Estate Research Center zusammen und betreut hauptverantwortlich den Texas Real Estate Confidence Index.
Datum	31.03.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.2.2 Glenn Crellin, Washington RECI (IV)

Name	Glenn E. Crellin
Unternehmen	Washington State University
Kontakt	Washington Center for Real Estate Research Washington State University P.O. Box 644861 Pullman, WA 99164-4861 United States of America
Position	Direktor des Washington Center for Real Estate Research
Berufserfahrung	Mr. Crellin verfügt über eine mehr als 20-jährige Berufserfahrung in der Immobilienwirtschaft, in deren Verlauf er Gelegenheit hatte, vor dem Hintergrund seiner Ausbildung als MA, Economics, University of Maryland, vor allem am Wohnungsmarkt wertvolle Erkenntnisse zu sammeln. Als Initiator und Koordinator des Washington Real Estate Confidence Index ist er sehr gut mit der Thematik der Konstruktion von immobilienbezogenen Geschäftsklimaindizes vertraut.
Datum	31.03.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.2.3 Helge Scheunemann/Matthias Barthauer, JLL (II)

Name	Helge Scheunemann Matthias Barthauer
Unternehmen	Jones Lang LaSalle GmbH
Kontakt	Jones Lang LaSalle GmbH Oberbaumbrücke 1 20457 Hamburg
Position	HS: Prokurist und Leiter Research Deutschland MB: Senior Research Analyst
Berufserfahrung	Als Leiter des Research Deutschland eines der bedeutendsten Maklerhäuser der Welt verfügt Herr Scheunemann über eine langjährige Erfahrung in der Analyse von Immobilienmärkten. Dies gilt ebenfalls für Herrn Barthauer als Spezialist für Statistik bei Jones Lang LaSalle.
Datum	09.03.2005
Art des Interviews	Persönliches Interview in der Niederlassung in Hamburg

A 4.3 Mitglieder der zu befragenden Gruppen

A 4.3.1 David Ironside, LaSalle Investment Management

Name	David Ironside
Unternehmen	LaSalle Investment Management
Gruppe	Investor
Kontakt	LaSalle GmbH Maximilianstraße 52 80538 München
Position	European Director; Leiter der Immobilienakquisition für Deutschland, Zentraleuropa und die Benelux-Länder
Berufserfahrung	Herr Ironside verfügt als European Director einer der renommiertesten institutionellen Immobilieninvestoren der Welt über weit reichende Einblicke in die Branche. Vor seinem Wechsel zu LaSalle Investment Management arbeite Herr Ironside als Leiter der Akquisition für REAL I.S. sowie viele Jahre als Berater bei Jones Lang Wootton.
Datum	12.5.2005
Art des Interviews	Schriftliches Interview

A 4.3.2 Gerhard Gminder, Hansainvest

Name	Gerhard Gminder
Unternehmen	Hanseatische Investment-GmbH
Gruppe	Investor
Kontakt	HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH Kapstadtring 8 22297 Hamburg
Position	Geschäftsführer
Berufserfahrung	Seit dem 1.1.2001 ist Gerhard Gminder Geschäftsführer der Hanseatische Investment-GmbH, einer Tochtergesellschaft der Signal-Iduna sowie verantwortlicher Fondsmanager des HANSAIMmobilia-Fonds
Datum	03.6.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.3.3 Wenzel Hoberg, CGI

Name	Wenzel Hoberg, MRICS
Unternehmen	Commerz Grundbesitz Investmentgesellschaft
Gruppe	Investor
Kontakt	Commerz Grundbesitz Investmentgesellschaft Kreuzberger Ring 56 65205 Wiesbaden
Position	Head of Acquisitions, Project Acquisition global
Berufserfahrung	Herr Hoberg ist als Leiter der Akquisition einer der bedeutendsten deutschen Immobilieninvestoren mit den Dynamiken einer Vielzahl von Immobilienmärkten vertraut. Vor seinem Eintritt in die CGI arbeitete er in der Immobilienbewertung und –beratung bei PriceWaterhouse Coopers in Frankfurt am Main
Datum	08.6.2005
Art des Interviews	Persönliches Interview

A 4.3.4 Jochen Heuchert, Eurohypo

Name	Jochen Heuchert
Unternehmen	Eurohypo AG
Gruppe	Fremdfinanzierer
Kontakt	Eurohypo AG Taunusanlage 9 60329 Frankfurt am Main
Position	Niederlassungsleiter der Niederlassung in Frankfurt am Main
Berufserfahrung	Herr Heuchert verfügt über langjährige Erfahrung im Bereich der Immobilienfinanzierung
Datum	17.6.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.3.5 Hartmut Eisermann, Aareal Bank AG

Name	Hartmut Eisermann
Unternehmen	Aareal Bank AG
Gruppe	Fremdfinanzierer
Kontakt	Aareal Bank AG Paulinenstraße 15 65205 Wiesbaden
Position	Leiter des Backoffice der Aareal Bank AG für Deutschland
Berufserfahrung	Herr Eisermann ist für die Marktfolge zuständig, d.h. für das Risikomanagement und die Bearbeitung der Kredite.
Datum	17.6.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.3.6 Dieter Heinig, Westdeutsche Immobilienbank

Name	Dieter Heinig
Unternehmen	Westdeutsche Immobilienbank
Gruppe	Fremdfinanzierer
Kontakt	Westdeutsche Immobilienbank Große Bleiche 46 55116 Mainz
Position	Leiter der Auslandsfinanzierungen in Skandinavien sowie Inlandsfinanzierungen im Rhein-Main-Gebiet und in Südwestdeutschland
Berufserfahrung	Herr Heinig verfügt über langjährige Finanzierungserfahrung sowohl im In- als auch im Ausland
Datum	17.6.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.3.7 Stephan Bone-Winkel, Beos GmbH

Name	Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel
Unternehmen	Beos GmbH
Gruppe	Projektentwickler
Kontakt	Beos GmbH Neue Schönhauser Strasse 3-5 10178 Berlin
Position	Geschäftsführer
Berufserfahrung	Neben seiner Tätigkeit im ebs REAL ESTATE DEPARTMENT ist Professor Bone-Winkel geschäftsführender Gesellschafter der BEOS GmbH. In den Jahren 1996 und 1997 war Professor Bone-Winkel im Projekt-entwicklungsbereich einer deutschen Großbank tätig, nachdem er von 1993 bis 1996 die Geschäftsführer der ebs IMMOBILIENAKADEMIE GmbH war und die Niederlassung in Berlin aufbaute.
Datum	06.6.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.3.8 Martin Wentz, Wentz Concept Projektstrategie GmbH

Name	Prof. Dr. Martin Wentz
Unternehmen	Wentz Concept Projektstrategie GmbH
Gruppe	Projektentwickler
Kontakt	Wentz Concept Projektstrategie GmbH Deutschherrnufer 41 60594 Frankfurt am Main
Position	Geschäftsführer
Berufserfahrung	Prof. Dr. Wentz sammelte umfangreiche Erfahrungen in der Immobilienwirtschaft während seiner Zeit als Stadtrat und Dezernent für Planung der Stadt Frankfurt am Main zwischen den Jahren 1989 und 2001. 2001 gründete er das Immobilienunternehmen Wentz Concept Projektstrategie GmbH. Seit 2003 ist Prof. Wentz zusätzlich Honorarprofessor am ebs Department of Real Estate an der European Business School (ebs), Oestrich-Winkel.
Datum	15.6.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.3.9 Markus Kreuter, Vivico Real Estate GmbH

Name	Markus Kreuter
Unternehmen	Vivico Real Estate GmbH
Gruppe	Projektentwickler
Kontakt	Vivico Real Estate GmbH Hedderichstraße 55 – 57 60594 Frankfurt am Main
Position	Abteilungsleiter Finanzierung und Marktanalyse
Berufserfahrung	Herr Kreuter leitet seit 2003 den Bereich der Finanzierung und Marktanalyse bei der Vivico Real Estate. Zuvor war er 6 Jahre bei der DekaBank im Bereich der Fremdfinanzierung beschäftigt (Prokurist).
Datum	06.6.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.3.10 Helge Scheunemann/Matthias Barthauer, JLL (III)

Name	Helge Scheunemann Matthias Barthauer
Unternehmen	Jones Lang LaSalle GmbH
Gruppe	Makler
Kontakt	Jones Lang LaSalle GmbH Oberbaumbrücke 1 20457 Hamburg
Position	HS: Prokurist und Leiter Research Deutschland MB: Senior Research Analyst
Berufserfahrung	Als Leiter des Research Deutschland eines der bedeutendsten Maklerhäuser der Welt verfügt Herr Scheunemann über eine langjährige Erfahrung in der Analyse von Immobilienmärkten. Dies gilt ebenfalls für Herrn Barthauer als Spezialist für Statistik bei Jones Lang LaSalle.
Datum	09.03.2005
Art des Interviews	Persönliches Interview in der Niederlassung in Hamburg

A 4.3.11 Sandra Kielholz, CB Richard Ellis

Name	Sandra Kielholz
Unternehmen	CB Richard Ellis
Gruppe	Makler
Kontakt	CB Richard Ellis Maximilianstraße 27 80539 München
Position	Team Leader Research Germany
Berufserfahrung	Vor ihrer Tätigkeit für CB Richard Ellis arbeitete Frau Kielholz bis Mitte 2002 für Jones Lang LaSalle im Bereich Research
Datum	07.07.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

A 4.3.12 Oliver Götzelmann, DTZ Consulting

Name	Oliver Götzelmann
Unternehmen	DTZ Consulting & Research GmbH
Gruppe	Makler
Kontakt	DTZ Consulting & Research GmbH Barckhausstraße 10 60325 Frankfurt am Main / Germany
Position	Senior Researcher
Berufserfahrung	Herr Götzelmann ist zuständig für die Durchführung des DTZ Immobilienbarometers
Datum	18.7.2005
Art des Interviews	Telefoninterview

Literaturverzeichnis

Achleitner, Ann-Kristin (2000): Handbuch Investment Banking, Wiesbaden 2000.

Achour-Fischer, Dominique (1999): An Integrated Property Market Model: A Pedagogical Tool, in: Journal of Real Estate Practice and Education, Vol. 2, Nr. 1/1999, S. 33-43.

Adair, Alastair/Berry, James/McGreal, Stanley (1994): Investment Decision Making: A Behavioural Perspective, in: Journal of Property Finance, Vol. 5, Nr. 4/1994, S. 32-42.

Aiginger, Karl (1987): Production and Decision under Uncertainty, Oxford/New York 1987.

Aiginger, Karl (1981): Empirical Evidence on the Rational Expectations Hypothesis Using Reported Expectations, in: Empirica, Vol. 8, Nr. 1/1981, S. 25-72.

Akerlof, George/Yellen, Janet (1987): Rational Models of Irrational Behavior, in: American Economic Review, Vol. 77, Nr. 2/1987, S. 137-142.

Anderson, Oskar (1983): Quantitative und qualitative Indikatoren, in: Anderson, Oskar (Hrsg.): Qualitative und quantitative Konjunkturindikatoren, Göttingen 1983, S. 23-38.

Anderson, Oskar/Naggl, Walter (1989): Quantifizierung qualitativer Informationen, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989, S. 82-94.

Anderson, Randy/Hess, Robert/Liang, Youguo (2001): Determinants of Mortgage Loan Origination Volume, in: Prudential Real Estate Investors (Hrsg.): Research Reports, Parsippany 2001.

Archer, Wayne/Ling, David (1997): The Three Dimensions of Real Estate Markets: Linking Space, Capital and Property Markets, in: Real Estate Finance, Vol. 14, Nr. 3/1997, S. 7-14.

Aschinger, Gerhard (2001): Währungs- und Finanzkrisen. Entstehung, Analyse und Beurteilung aktueller Krisen, München 2001.

Assenmacher, Walter (1998): Konjunkturtheorie, in: Woll, Artur (Hrsg.): Wolls Lehr- und Handbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 8., vollständig überarbeitete Aufl., München/Wien 1998.

Atis Real GmbH (2005): Investment Market Report. Germany 2005, Frankfurt am Main 2005.

Bahr, Holger (2000): Konjunkturelle Gesamtindikatoren: Konstruktionsmethoden und ihre empirische Anwendung für die Bundesrepublik Deutschland, Europäische Hochschulschriften: Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft, Band 2556, Diss., Frankfurt am Main et al. 2000.

- Bahr, Holger /Steger, Thomas (2002):** Wie sollte "Konjunktur" gemessen werden?. Eine Betrachtung für Euroland, in: WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 32. Jahrgang, Nr. 3/2002, S. 149-151.
- Bahr, Holger/Steger, Thomas (2001):** Wie sollte "Konjunktur" gemessen werden?. Eine empirische Betrachtung für Euroland, in: DGZ Dekabank (Hrsg.): Volkswirtschaft Spezial, 11.04.2001, Frankfurt am Main 2001, S. 1-8.
- Ball, Michael/Lizieri, Colin/MacGregor, Bryan (1998):** The Economics of Commercial Property Markets, London/New York 1998.
- Banerjee, Abhijit (1992):** A Simple Model of Herd Behavior, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 107, Nr. 3/1992, S. 797-817.
- Banque Nationale de Belgique (2000a):** Enseignements de la résolution des crises bancaires dans quelques pays industrialisés, 6. Jahrgang, Nr. 3/2000, Brüssel 2000a, S. 33-63.
- Banque Nationale de Belgique (2000b):** Les enquêtes mensuelles de conjoncture dans le secteur des services: aperçu historique, méthodologie et première analyse des résultats, 6. Jahrgang, Nr. 3/2000, Brüssel 2000b, S. 9-31.
- Barberis, Nicholas/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert (1998):** A Model of Investor Sentiment, in: Journal of Financial Economics, Vol. 49, Nr. 3/1998, S. 307-343.
- Barberis, Nicholas/Thaler, Richard (2003):** A Survey of Behavioral Finance, in: Constantinides, George/Harris, Milton /Stulz, Rene (Hrsg.): Handbook of the Economics of Finance, Band 1B, Amsterdam 2003, S. 1051-1121.
- Barras, Richard (2001):** Building investment is a diminishing source of economic growth, in: Journal of Property Research, Vol. 84, Nr. 4/2001, S. 279-308.
- Baum, Andrew (2000):** Evidence of cycles in European commercial real estate markets – and some hypotheses, in: University of Reading (Hrsg.): Working Papers in Land Management and Development, Nr. 5, Reading 2000.
- Becker, Kurt (1998):** Analyse des konjunkturellen Mustern von wohnungswirtschaftlichen und gewerblich-industriellen Bauinvestitionen, in: Teichmann, Ulrich/Wolff, Jörg (Hrsg.): Wissenschaftliche Schriften zur Wohnungs-, Immobilien- und Bauwirtschaft, Band 2, Diss., Dortmund 1998.
- Becker, Otwin/Bolle, Friedel (1996):** Expectations in Economics: Rational or not?, in: de Gijssels, Peter et al. (Hrsg.): Experiments in Economics - Experimente in der Ökonomie, Jahrbuch Ökonomie und Gesellschaft, Band 13, Frankfurt am Main/New York 1996, S. 88-119.
- Belke, Ansgar/Vollmer, Uwe (1995):** Die Lucas-Kritik ökonometrischer Politikbeurteilung, in: WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 24. Jahrgang, Nr. 2/1995, S. 83-85.
- Bellman, Timothy/Goodchild, Robin/Gordon, Jacques/Leming, Nick/Liu, Anthony/Wai Kuen Tse, Elysia (2004):** Global Real Estate Transparency Index 2004, Jones Lang LaSalle (Hrsg.), Chicago 2004.

- Belsky, Eric/Goodman, John (1996):** Explaining the vacancy rate-rent paradox of the 1980s, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 11, Nr. 3/1996, S. 309-323.
- Benson, Alfred (1993):** Appraisal considerations in distressed markets, in: *The Appraisal Journal*, Vol. 61, Nr. 2/1993, S. 206-226.
- Berger, Allen/Udell, Gregory (2003):** The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behaviour, in: *Bank for International Settlements (Hrsg.): BIS Working Papers*, Nr. 125, Basel 2003.
- Bertrand, Marianne/Mullainathan, Sendhil (2001):** Do People Mean What They Say? Implications For Subjective Survey Data, in: *American Economic Review*, Vol. 91, Nr. 2/2001, S. 67-72.
- Beyerle, Thomas (2003):** Real Estate Market Research in Germany. Structures, Methods and Challenges, Konferenzbeitrag, 10. European Real Estate Society Conference, Helsinki 2003.
- Beyerle, Thomas/Hang, Markus/Stelzer, Niels/Wenzel, Claudia (2005):** Neue Perspektiven. Marktreport Deutschland 2005, DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds (Hrsg.), Frankfurt am Main 2005.
- Bikhchandani, Sushil/Hirshleifer, David/Welch, Ivo (1998):** Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, Nr. 3/1998, S. 151-170.
- Bikhchandani, Sushil/Sharma, Sunil (2000):** Herd behavior in financial markets, in: *International Monetary Fund (Hrsg.): IMF Staff Papers*, Vol. 47, Nr. 3, Washington 2000, S. 279-310.
- Björklund, Kicki/Söderberg, Bo (1999):** Property Cycles, Speculative Bubbles and the Gross Income Multiplier, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 18, Nr. 1/1999, S. 151-173.
- Black, Roy/Brown, Gordon/Diaz III, Julian/Gibler, Karen/Grissom, Terry (2003):** Behavioral Research in Real Estate: A Search for the Boundaries, in: *Journal of Real Estate Practice and Education*, Vol. 6, Nr. 1/2003, S. 85-112.
- Black, Roy/Carn, Neil/Diaz III, Julian/Rabianski, Joseph (1996):** The Role of the American Real Estate Society in Defining and Promulgating the Study of Real Property, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 12, Nr. 2/1996, S. 183-193.
- Black, Roy/Rabianski, Joseph (2003):** Defining the Real Estate Body of Knowledge: A Survey Approach, in: *Journal of Real Estate Practice and Education*, Vol. 6, Nr. 1/2003, S. 33-54.
- Blank, David/Winnick, Louis (1953):** The Structure of the Housing Market, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 67, Nr. 2/1953, S. 181-208.
- Bodin, Michael (1994):** Dating Turning Points in the Business Cycle, in: *Journal of Business*, Vol. 67, Nr. 1/1994, S. 97-130.
- Boehm, Ernst (2001):** The Contribution of Economic Indicator Analysis to Understanding and Forecasting Business Cycles, in: *The University of Melbourne. Melbourne Institute of Applied Economic and Social Research (Hrsg.): Melbourne Institute Working Paper Nr. 17/01*, Parkville 2001.

Boehm, Ernst/Summers, Peter (1999): Analysing and Forecasting Business Cycles with the Aid of Economic Indicators, in: The University of Melbourne. Melbourne Institute of Applied Economic and Social Research (Hrsg.): Melbourne Institute Working Paper Nr. 18/99, Parkville 1999.

Bohley, Peter (1996): Statistik, 6., vollständig überarbeitete Aufl., München/Wien 1996.

Bomke, Bernhard (2005): Datenbank misst Bonität von Mietern, in: Immobilien Zeitung, Nr. 15, 14.07.2005, S. 2.

Bomke, Bernhard (2004): Gewerbeimmobilienmarkt. Investoren sehen weiter schwarz, in: Immobilien Zeitung, Nr. 10, 06.5.2004, S. 1.

Bone-Winkel, Stephan (2004): Definition Projektentwicklung, <http://www.ebs.de/index.php?id=595>, Abrufdatum: 29.3.2006, Oestrich-Winkel 2004.

Bone-Winkel, Stephan/Isenhöfer, Björn/Hofmann, Philip (2005): Projektentwicklung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2005, S. 231-299.

Bone-Winkel, Stephan/Müller, Tobias (2005): Bedeutung der Immobilienwirtschaft, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2005, S. 27-45.

Bone-Winkel, Stephan/Schulte, Karl-Werner/Focke, Christian (2005): Begriff und Bedeutung der Immobilie als Wirtschaftsgut, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2005, S. 3-25.

Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias/Allendorf, Georg/Walbröhl, Victoria/Kurzrock, Björn-Martin (2005): Immobilien-Portfoliomanagement, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2005, S. 777-840.

Borio, Claudio/Lowe, Philip (2003): Imbalances or "Bubbles?" Implications for Monetary and Financial Stability, in: Hunter, William/Kaufman, George/Pomerleano, Michael (Hrsg.): Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies, Cambridge/London 2003, S. 247-270.

Born, Waldo/Pyhrr, Stephen (1994): Real Estate Valuation: The Effect of Market and Property Cycles, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 9, Nr. 4/1994, S. 455-484.

Boston Consulting Group (2004): Produktionsstandort Deutschland – quo vadis?. Fertigungsverlagerungen – warum es sie gibt, wie sie sich entwickeln werden und was wir dagegen tun können, Studie, München 2004.

Bowman, Louise (2005): The Big Squeeze, in: Thomson Financial (Hrsg.): International Securitisation Report, April, London 2005, S. 21-24.

Bradley, David (1990): The laws of real estate dynamics, in: The Appraisal Journal, Vol. 58, Nr. 3/1990, S. 314-323.

- Brand, Diana/Gerstenberger, Wolfgang/Lindlbauer, Jürg-Dieter (1995):** Ausgewählte Gesamtindikatoren des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995, S. 83-94.
- Brav, Alon/Heaton, James (2002):** Competing Theories of Financial Anomalies, in: The Review of Financial Studies, Vol. 15, Nr. 2/2002, S. 575-606.
- Brooks, Chris/Tsolacos, Sotiris (2003):** The role for sentiment indicators in real estate yield forecasting, Konferenzbeitrag, 10. European Real Estate Society Conference, Helsinki 2003.
- Brown, Gordon (1984):** Real Estate Cycles Alter the Valuation Perspective, in: The Appraisal Journal, Vol. 52, Nr. 4/1984, S. 539-549.
- Brueggeman, William/Fisher, Jeffrey (1997):** Real Estate Finance and Investments, tenth edition, Boston et al. 1997.
- Bruhn, Manfred/Homburg, Christian (2001):** Gabler Marketing-Lexikon, Wiesbaden 2001.
- Bulwien, Hartmut (2004):** Der Immobilienmarkt in Deutschland. Struktur und Funktionsweise, Verband deutscher Hypothekenbanken (Hrsg.), Berlin 2004.
- Bulwien, Hartmut (2003):** Handbuch Immobilien-Research in Deutschland, Bulwien AG (Hrsg.), München 2003.
- Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2005a):** BVI-Statistik Spezialfonds. Anzahl, Vermögen und Netto-Mittelaufkommen der BVI-Spezialfonds. 31.3.2005, Frankfurt am Main 2005a.
- Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2005b):** Investment 2005. Daten, Fakten, Entwicklungen, Frankfurt am Main 2005b.
- Burns, Arthur/Mitchell, Wesley (1964):** Measuring Business Cycles, in: National Bureau of Economic Research (Hrsg.): Studies in Business Cycles, Band 2, 3., unveränderte Aufl., New York 1964.
- Carroll, Christopher (2001):** The Epidemiology of Macroeconomic Expectations, in: National Bureau of Economic Research (Hrsg.): NBER Working Paper Nr. 8695, Cambridge 2001.
- Case, Bradford/Goetzmann, William/Rouwenhurst, Geert (2000):** Global Real Estate Markets: Cycles and Fundamentals, in: National Bureau of Economic Research (Hrsg.): NBER Working Paper Nr. 7566, Cambridge 2000.
- Case, Karl/Shiller, Robert/Weiss, Allan (1993):** Index-based futures and options markets in real estate, in: Journal of Portfolio Management, Vol. 19, Nr. 2/1993, S. 83-92.
- Caspers, Wolfgang (1995):** Das Konsumklima - Ein Indikatorensystem für den privaten Verbrauch, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995, S. 401-429.
- Central Intelligence Agency (2006):** CIA World Fact Book, <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/sf.html#Econ>, Abrufdatum: 05.02.2006.

- Cesarano, Filippo (2003):** Keynes's Revindication of Classical Monetary Theory, in: History of Political Economy, Vol. 35, Nr. 3/2003, S. 491-519.
- Chen, Jun/Hudson-Wilson, Susan/Nordby, Hans (2004):** Real Estate Pricing: Spreads & Sensibilities: Why Real Estate Pricing Is Rational, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 10, Nr. 1/2004, S. 1-21.
- Chinloy, Peter (1996):** Real Estate Cycles: Theory and Empirical Evidence, in: Journal of Housing Research, Vol. 7, Nr. 2/1996, S. 173-190.
- Chua, Leslie/Feng, Zhi-Wei (2005):** Investor Sentiment Survey - Asia. December 2004, Jones Lang LaSalle (Hrsg.), Singapur 2005.
- Chua, Leslie/Feng, Zhi-Wei (2003):** Investor Sentiment Survey - Asia. December 2003, Jones Lang LaSalle (Hrsg.), Singapur 2003.
- CIRET (1998):** International Business, Investment and Consumer Surveys, München 1998.
- Clapp, John (1993):** Dynamics of Office Markets. Empirical Findings and Research Issues, AREUEA Monograph Series, Band 1, Washington, D.C. 1993.
- Clayton, Jim (1996):** Rational Expectations, Market Fundamentals and Housing Price Volatility, in: Real Estate Economics, Vol. 24, Nr. 4/1996, S. 441-470.
- Collard, David (1996):** Pigou and Modern Business Cycle Theory, in: The Economic Journal, Vol. 106, Nr. 437/1996, S. 912-924.
- Collard, David (1983):** Pigou on Expectations and the Cycle, in: The Economic Journal, Vol. 93, Nr. 370/1983, S. 411-414.
- Collyns, Charles/Senhadj, Abdelhak (2003):** Lending Booms, Real Estate Bubbles, and the Asian Crisis, in: Hunter, William/Kaufman, George/Pomerleano, Michael (Hrsg.): Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies, Cambridge/London 2003, S. 101-126.
- Conrad, Christian (1999):** Entwicklungen in der Konjunkturtheorie seit Keynes und ihr Beitrag zur Konjunkturpolitik - eine vergleichende kritische Bewertung, in: Konjunkturpolitik, 45. Jahrgang, Nr. 3/1999, S. 188-220.
- Corcoran, Patrick (1987):** Explaining the Commercial Real Estate Market, in: Journal of Portfolio Management, Vol. 13, Nr. 3/1987, S. 15-21.
- Corgel, Jack (1998):** Three Real Estate Markets in Equilibrium, in: Real Estate Finance, Vol. 15, Nr. 1/1998, S. 23-31.
- Crone, Theodore (1989):** Office Vacancy Rates: How Should We Interpret Them?, in: Business Review - Federal Reserve Bank of Philadelphia, May/June, 1989, S. 3-12.
- Curtin, Richard (2004):** Consumer Sentiment Surveys. Worldwide Review and Assessment, Konferenzbeitrag, 27. Centre for International Research on Economic Tendency Surveys Conference, Warschau 2004.
- Curtin, Richard/Presser, Stanley/Singer, Eleanor (2002):** The Impact of Nonresponse Bias on the Index of Consumer Sentiment, in: Poser, Günter (Hrsg.): Economic Surveys and Data Analysis. CIRET Conference Proceedings, Paris 2000, Paris 2002, S. 75-104.

- Daniel, Kent/Hirshleifer, David/Subrahmanyam, Avaniidhar (1998):** Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, in: Journal of Finance, Vol. 53, Nr. 6/1998, S. 1839-1885.
- Daniel, Kent/Hirshleifer, David/Teoh, Siew (2002):** Investor psychology in capital markets: evidence and policy implications, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 49, Nr. 1/2002, S. 139-209.
- D'Arcy, Eamonn/McGough, Tony/Tsolacos, Sotiris (1999):** An econometric analysis and forecasts of the office rental cycle in the Dublin area, in: Journal of Property Research, Vol. 16, Nr. 4/1999, S. 309.
- D'Arcy, Eamonn/McGough, Tony/Tsolacos, Sotiris (1997):** National economic trends, market size and city growth effects on European office rents, in: Journal of Property Research, Vol. 14, Nr. 4/1997, S. 297-308.
- Dasso, Jerome/Woodward, Lynn (1980):** Real Estate Education: Past, Present and Future - The Search for a Discipline, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 8, Nr. 4/1980, S. 404-415.
- Davis, Philip/Zhu, Haibin (2004):** Bank lending and commercial property cycles: some cross-country evidence by, in: Bank for International Settlements (Hrsg.): BIS Working Papers, Nr. 150, Basel 2004.
- de Bondt, Werner (2003):** Bubble Psychology, in: Hunter, William/Kaufman, George/Pomerleano, Michael (Hrsg.): Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies, Cambridge/London 2003, S. 205-216.
- de Bruin, Anne/Flint-Hartle, Susan (2000):** A bounded rationality framework for property investment behaviour, in: Journal of Property Investment and Finance, Vol. 21, Nr. 3/2000, S. 271-284.
- de Long, Bradford/Shleifer, Andrei/Summers, Lawrence/Waldmann, Klaus (1990a):** Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation, in: Journal of Finance, Vol. 45, Nr. 2/1990a, S. 379-395.
- de Long, Bradford/Shleifer, Andrei/Summers, Lawrence/Waldmann, Robert (1990b):** Noise trader risk in financial markets, in: Journal of Political Economy, Vol. 98, Nr. 4/1990b, S. 703-738.
- DeLisle, James (2002):** Real Estate: A Distinct Asset Class or an Industry Sector?, in: University of Washington. Runstad Center for Real Estate Studies (Hrsg.): Working Papers, Washington 2002.
- Derksen, J. (1940):** Long Cycles in Residential Building: An Explanation, in: Econometrica, Vol. 8, Nr. 2/1940, S. 97-116.
- Deutsche Immobilien Datenbank (2004):** Immobilienmarkt 2004, Daten, Fakten, Hintergründe, Wiesbaden 2004.
- Deutsche Immobilien Datenbank (2001):** Immobilienmarkt 2001, Daten, Fakten, Hintergründe, Wiesbaden 2001.
- Deutscher Bundestag (2004):** Antwort der Bundesregierung auf die große Anfrage der Abgeordneten Wolfgang Bönnsen (Bönstrup), Karl-Josef Laumann, Dagmar Wöhlrl, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der CDU/CSU – Druck-

sache 15/3116 – Zukunft der Immobilienwirtschaft, Drucksache 15/3928, Berlin 2004.

Diaz III, Julian (1999): The first decade of behavioral research in the discipline of property, in: Journal of Property Investment and Finance, Vol. 17, Nr. 4/1999, S. 326-332.

Diaz III, Julian (1997): An Investigation into the Impact of Previous Expert Value Estimates on Appraisal Judgment, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 13, Nr. 1/1997, S. 57-66.

Diaz III, Julian (1987): Process Tracing Investigation into Problem Solving Within Residential Real Estate Appraisal, Diss., Atlanta 1987.

Diaz III, Julian/Hansz, Andrew (1997): How valuers use the value opinions of others, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 15, Nr. 3/1997, S. 256-260.

Diaz III, Julian/Wolverton, Marvin (1998): A Longitudinal Examination of the Appraisal Smoothing Hypothesis, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 26, Nr. 2/1998, S. 349-358.

DIFA Deutsche Immobilien Fonds AG (2004): KROLL Presse-Taschenbuch Immobilienwirtschaft 2004/2005, Seefeld/Obb 2004.

Dilbeck, Harold (1964): The Responses of Local Residential Construction to Changes in National Credit Conditions 1953-1959, in: Journal of Business, Vol. 37, Nr. 3/1964, S. 295-308.

DiPasquale, Denise/Wheaton, William (1996): Urban Economics and Real Estate Markets, New Jersey 1996.

DiPasquale, Denise/Wheaton, William (1992): The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 20, Nr. 1/1992, S. 181-197.

Dobberstein, Monika (2000): Das prozyklische Verhalten der Büromarktakteure. Interessen, Zwänge und mögliche Alternativen, in: Universität Dortmund (Hrsg.): Arbeitspapier zur Gewerbeplanung Nr. 2, Dortmund 2000.

Dokko, Yoon/Edelstein, Robert/Lacayo, Allan/Lee, Daniel (1999): Real Estate Income and Value Cycles: A Model of Market Dynamics, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 18, Nr. 1/1999, S. 69-95.

Dopfer, Thomas (2000): Der westdeutsche Wohnungsmarkt: ein dynamisches Teilmarktmodell. Theorie und empirische Überprüfung 1971-1997, Diss., München 2000.

Dormayer, Hans-Jürgen/Lindlbauer, Jürg-Dieter (1983): Branchenspezifische Konjunkturindikatoren, in: Anderson, Oskar (Hrsg.): Qualitative und quantitative Konjunkturindikatoren, Göttingen 1983, S. 85-102.

Downs, Anthony (2004): Why Capital Inflows Could Accelerate, in: National Real Estate Investor, 46. Jahrgang, Nr. 12/2004, S. 52.

Dr. Lübke GmbH/Dr. ZitelmannPB. GmbH (2004): Stimmungsbarometer der Offenen Immobilienfonds, Immobilien-News der Woche Nr. 49a/04, Frankfurt/Berlin 2004.

Drost, Frank/Reichel, Reiner (2005): Parteien einig über Immobilientrusts. Neuwahl im Herbst gefährdet steuerbegünstigte Reits nicht - Finanzverwaltung prüft zwei Modelle, in: Handelsblatt, Nr. 102, 31.05.05, S. 23.

DTZ Consulting GmbH (2004): DTZ Immobilienbarometer Frühjahr 2004, Newsletter, Frühjahr/2004, Frankfurt am Main 2004.

DTZ Consulting GmbH (2002): DTZ Immobilienbarometer Frühjahr 2002, Newsletter, Frühjahr/2002, Frankfurt am Main 2002.

DTZ Consulting GmbH (2001): DTZ Immobilienbarometer Frühjahr 2001, in: DTZ Consulting GmbH (Hrsg.): Zadelmarkt, September 2001, 13. Jahrgang, Frankfurt am Main 2001, S. 34-39.

DTZ Consulting GmbH (2000): DTZ Immobilienbarometer Herbst 2000, in: DTZ Consulting GmbH (Hrsg.): Zadelmarkt, September 2000, 12. Jahrgang, Frankfurt am Main 2000, S. 32-37.

du Toit, Hein/Cloete, Chris (2004): Appraisal of the Fisher-DiPasquale-Wheaton (FDW) Real Estate Model and Development of an Integrated Property Asset Market Model, in: South African Journal of Economic and Management Sciences, 7, Nr. 2/2004, S. 341-367.

Earl, Peter (1990): Economics and Psychology: A Survey, in: The Economic Journal, Vol. 100, Nr. 402/1990, S. 718-755.

EBSCO (2006): <http://search.epnet.com/>, Abrufdatum: 03.02.2006.

Edwards, Elisabeth (2002): Pricing lending in the current market: Securing the capital - security value sensitivities, in: Briefings in Real Estate Finance, Vol. 2, Nr. 2/2002, S. 129-138.

Eisenhardt, Kathleen (1989): Building Theories from Case Study Research, in: Academy of Management Review, Vol. 14, Nr. 4/1989, S. 532-550.

empirica/GfK PRISMA/BulwienGesa AG (2005): Frühjahrsgutachten Immobilienwirtschaft 2005 des Rates der Immobilienweisen, Immobilien Zeitung (Hrsg.), Wiesbaden 2005.

Engel, Ralf/Kieffer, Hagen (2005): Bewerterstreit. Nutzungsdauer bei der Wertermittlung: „Hartnäckiger Autismus“, in: Immobilien Zeitung, Nr. 9, 21.4.2005, S. 16.

Entorf, Horst/Kavalakis, Michalis (1992): Die Nutzung von Konjunkturtestdaten für die Analyse und Prognose von Wirtschaftsverläufen, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter/Nerb, Gernot (Hrsg.): Zur Analyse und Prognose von Wirtschaftsverläufen anhand von Konjunkturtestdaten: Beiträge zur Theorie und aus der Praxis, CIRET Studien, Band 44, München 1992, S. 11-60.

Epley, Donald (1996): The Current Body of Knowledge Paradigms Used in Real Estate Education and Issues in Need of Further Research, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 12, Nr. 2/1996, S. 229-236.

Etter, Richard (1988): Preconditions for Business Surveys in Service Industries, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Contributions of Business Cycle Surveys to Empirical Economics. Papers presented at the 18th CIRET Conference. Proceedings, Zürich 1987, Aldershot et al. 1988, S. 405-408.

Evans, Alan (2004): Economics, Real Estate & the Supply of Land, in: RICS Foundation (Hrsg.): Real Estate Issues, Oxford/Malden/Victoria 2004.

Evans, Alan (1995): The Property Market: Ninety Per Cent Efficient?, in: Urban Studies, Vol. 32, Nr. 1/1995, S. 5-29.

Fama, Eugene (1970): Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance, Vol. 25, Nr. 2/1970, S. 383-417.

Fama, Eugene (1965): The Behavior of Stock-Market Prices, in: Journal of Business, Vol. 38, Nr. 1/1965, S. 34-105.

Federal Deposit Insurance Corporation (2002): Survey of Real Estate Trends. January 2002 to June 2002, Federal Deposit Insurance Corporation (Hrsg.), Washington, D.C. 2002.

Federal Deposit Insurance Corporation (2001): Survey of Real Estate Trends. July 2000 to December 2000, Federal Deposit Insurance Corporation (Hrsg.), Washington, D.C. 2001.

Federal Deposit Insurance Corporation (2000): Survey of Real Estate Trends. January 2000 to June 2000, Federal Deposit Insurance Corporation (Hrsg.), Washington, D.C. 2000.

Federal Deposit Insurance Corporation (1999): Survey of Real Estate Trends. Results of the October 1999 Survey, Federal Deposit Insurance Corporation (Hrsg.), Washington, D.C. 1999.

Federal Deposit Insurance Corporation (1998): Managing the Crisis: The FDIC and RTC Experience, Washington, D.C. 1998.

Federal Deposit Insurance Corporation (1997): History of the Eighties — Lessons for the Future, Volume I: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, Washington, D.C. 1997.

Felderer, Bernhard/Homburg, Stefan (1999): Makroökonomik und neue Makroökonomik, 7., verbesserte Aufl., Berlin et al. 1999.

Fergus, James/Goodman Jr., John (1994): The 1989-92 Credit Crunch for Real Estate: A Retrospective, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 22, Nr. 1/1994, S. 5-32.

Fisher, Jeffrey (1992): Integrating Research on Markets for Space and Capital, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 20, Nr. 1/1992, S. 161-180.

Fisher, Jeffrey/Webb, Brian (1992): Current Issues in the Analysis of Commercial Real Estate, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 20, Nr. 1/1992, S. 211-227.

Formaini, Robert (2002): Milton Friedman, Economist as Public Intellectual, in: Federal Reserve Bank of Dallas (Hrsg.): Economic Insights, Vol. 7, Nr. 2, Dallas 2002.

Fortune, Chris/Lees, Melvyn (2004): Professional Judgement and the Mapping of the Building Project Price Forecasting Process, in: Royal Institution of Chartered Surveyors (Hrsg.): RICS Foundation Research Paper Series, Vol. 4, Nr. 24, London 2004.

- Frensch, Stefanie/Waldburg, Henrike/Zippel, Sabine (2004):** Risikomanagement bei Immobilieninvestitionen. Bauchgefühl mit System?, Ernst & Young Real Estate GmbH (Hrsg.), Frankfurt am Main 2004.
- Frey, Bruno/Benz, Matthias (2002):** From Imperialism to Inspiration: A Survey of Economics and Psychology, in: University of Zürich. Institute for Empirical Research in Economics (Hrsg.): Working Paper Nr. 118, Zürich 2002.
- Friedemann, Jens (2002):** Viele Finanzierungen scheitern an den Banken, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 236, 11.10.2002, S. 43.
- Friedman, Benjamin (1979):** Optimal Expectations and the Extreme Information Assumptions of 'Rational Expectations' Macromodels, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 5, Nr. 1/1979, S. 23-41.
- Friedman, Milton (1970):** Plädoyer für eine stabilitätsfeindliche Spekulation, in: Friedman, Milton (Hrsg.): Die optimale Geldmenge und andere Essays, München 1970, S. 305-313.
- Gabriel, Stuart/Nothaft, Frank (1988):** Rental Housing Markets and the Natural Vacancy Rate, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 16, Nr. 4/1988, S. 419-429.
- Gallimore, Paul/Gray, Adelaide (2002):** The role of investor sentiment in property investment decisions, in: Journal of Property Research, Vol. 19, Nr. 2/2002, S. 111-120.
- Gallimore, Paul/Hansz, Andrew/Gray, Adelaide (2000):** Decision making in small property companies, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 18, Nr. 6/2000, S. 602-612.
- Gallimore, Paul/Wolverton, Marvin (1997):** Price-knowledge-induced bias: a cross-cultural comparison, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 15, Nr. 3/1997, S. 261-273.
- Garthe, Elfi (2004):** Real estate bank lending in Germany - A status quo in early 2004, in: Briefings in Real Estate Finance, Vol. 4, Nr. 1/2004, S. 37-49.
- Gayer, Christian (2004):** Forecast Evaluation of EU Commission Survey Indicators, Konferenzbeitrag, 27. Centre for International Research on Economic Tendency Surveys Conference, Warschau 2004.
- Geanakoplos, John (1992):** Common Knowledge, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 6, Nr. 4/1992, S. 53-82.
- Geil, Peter/Zimmermann, Klaus (1995):** Quantifizierung qualitativer Daten, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995, S. 108-130.
- Gerhard, Jan (2002):** Immobilienportfoliomanagement mit Immobilienindex-Derivaten. Eine kritische Analyse und Bewertung der Einsatzmöglichkeiten immobilienindexbasierter Finanzinstrumente auf dem deutschen Markt, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 24, Diss., Köln 2002.
- Gersemann, Olaf (2004):** Rezept für eine Weltrezession. Yale-Ökonom Robert Shiller über die spekulative Blase auf den Häusermärkten, in: Wirtschaftswoche, Nr. 41/2004, 30.9.2004, S. 26.

Gerstenberger, Wolfgang/Lindlbauer, Jürg-Dieter/Nerb, Gernot/Neumann, Frauke/Poser, Günter/Ziegler, Maria (1990): Internationale Diskussion über Konjunkturumfragen, in: ifo Schnelldienst, 43. Jahrgang, Nr. 3/1990, S. 13-23.

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2004): Jahrbuch 2004. Die deutsche Versicherungswirtschaft, Berlin 2004.

gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (2004): Definitionssammlung zum Büromarkt, Wiesbaden 2004.

Giliberto, Michael (1992): A Note on Commercial Mortgage Flows and Construction, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 7, Nr. 4/1992, S. 485-491.

Global Real Estate Institute (2005): GRI Summit 2005. European Real Estate Investment and Development. Paris September 12/13. Informationsbroschüre, New York/London 2005.

Gluch, Erich (1986): Leading Indicators of Demand in Structural Engineering, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Nerb, Gernot/Poser, Günter (Hrsg.): Leading Indicators of Demand in the Building Industry, CIRET Studien, Band 37, München 1986, S. 1-80.

Goetzmann, William/Wachter, Susan (1995): The Global Real Estate Crash: Evidence From an International Database, in: Yale School of Management (Hrsg.): Working Papers, New Haven 1995.

Goldrian, Georg (2004a): Anmerkungen zu einem Vergleich der prognostischen Aussagekraft von ifo Geschäftserwartungen und ZEW Konjunkturerwartungen, in: Goldrian, Georg (Hrsg.): Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 15, München 2004a, S. 261-265.

Goldrian, Georg (2004b): Aus Befragungsdaten zusammengesetzte Frühindikatoren - Adäquate Bauweise und prognostische Aussagekraft, in: Goldrian, Georg (Hrsg.): Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 15, München 2004b, S. 309-318.

Goldrian, Georg (2004c): Kurzfristige Branchenprognosen auf Basis von Ergebnissen des ifo Konjunkturtests, in: Goldrian, Georg (Hrsg.): Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 15, München 2004c, S. 207-213.

Goldrian, Georg (2003a): Kurzfristige Branchenprognosen auf Basis von Ergebnissen des ifo Konjunkturtests, in: ifo Schnelldienst, 56. Jahrgang, Nr. 8/2003a, S. 31-33.

Goldrian, Georg (2003b): Zur Aussagekraft der Ergebnisse des ifo Konjunkturtests auf regionaler Ebene, in: ifo Schnelldienst, 56. Jahrgang, Nr. 11/2003b, S. 30-33.

Goldrian, Georg (2001): Aus Befragungsdaten zusammengesetzte Frühindikatoren - Adäquate Bauweise und prognostische Aussagekraft, in: ifo Schnelldienst, 54. Jahrgang, Nr. 22/2001, S. 32-36.

Goldrian, Georg (1995): Datenaufbereitung und Zeitreihenzerlegung, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995, S. 131-143.

- Goldrian, Georg (1988a):** The Aggregation of Climate Indicators into a Composite Indicator, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Nerb, Gernot/Poser, Günter (Hrsg.): New Composite Indicators and Long-term Analysis of the Business Cycle, CIRET Studien, Band 38, München 1988a, S. 21-52.
- Goldrian, Georg (1988b):** The Aggregation of Climate Indicators into a Composite Indicator, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Contributions of Business Cycle Surveys to Empirical Economics. Papers presented at the 18th CIRET Conference. Proceedings, Zurich 1987, Aldershot et al. 1988b, S. 143-146.
- Goldrian, Georg/Lehne, Birgit (1998):** Anmerkungen zur Leistungsfähigkeit einfacher Saisonbereinigungsverfahren, in: Allgemeines Statistisches Archiv, 82. Band, Nr. 2/1998, S. 178-182.
- Goldrian, Georg/Lindlbauer, Jürg-Dieter/Nerb, Gernot (2001):** Evaluation and development of confidence indicators based on harmonised business and consumer surveys, in: European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs (Hrsg.): Economic Paper Nr. 151, Brüssel 2001.
- Goldrian, Georg/Strigel, Werner (1989):** Nationale Gesamtindikatoren auf der Basis von Konjunkturumfragen, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989, S. 358-372.
- Goldrian, Georg/Strigel, Werner (1985):** An International Comparison of Cyclical "Climate" Indicators, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Nerb, Gernot/Poser, Günter (Hrsg.): Essays on the Performance of Leading Indicators Based on Qualitative Data, CIRET Studien, Band 36, München 1985, S. 85-148.
- Goodman, John (1994):** Using Attitude Data to Forecast Housing Activity, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 9, Nr. 4/1994, S. 445-453.
- Gordon, Jacques/Mosbaugh, Paige/Canter, Todd (1996):** Integrating Regional Economic Indicators with the Real Estate Cycle, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 12, Nr. 3/1996, S. 469-501.
- Graaskamp, James (1976):** Redefining the Role of University Education in Real Estate and Urban Land Economics, in: The Real Estate Appraiser, Vol. 42, Nr. 2/1976, S. 23-28.
- Green, Richard (1997):** Follow the Leader: How Changes in Residential and Non-Residential Investment Predict Changes in GDP, in: Real Estate Economics, Vol. 25, Nr. 2/1997, S. 253-270.
- Greer, Gaylon (1993):** Investment Analysis for Real Estate Decisions, 4th edition, Chicago 1993.
- Grissom, Terry/DeLisle, James (1999):** A Multiple Index Analysis of Real Estate Cycles and Structural Change, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 18, Nr. 1/1999, S. 97-129.
- Güntzel, Joachim (1998):** Erwartungen, Unsicherheit und "Animal Spirits" bei Keynes, in: WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 27. Jahrgang, Nr. 7/1998, S. 361-363.
- Güntzel, Joachim (1994):** Indikatoren des wirtschaftlichen "Klimas". Eine Untersuchung aus der Perspektive der Adäquationsproblematik, in: Ott, Alf-

red/Wagner, Adolf (Hrsg.): Tübinger Volkswirtschaftliche Schriften, Band 9, Diss., Tübingen/Basel 1994.

Guttentag, Jack (1961): The Short Cycle in Residential Construction, 1946-59, in: American Economic Review, Vol. 51, Nr. 3/1961, S. 275-298.

Guttentag, Jack/Herring, Richard (1984): Credit Rationing and Financial Disorder, in: Journal of Finance, Vol. 39, Nr. 5/1984, S. 1359-1382.

Haber, Günter/Spitzkopf, Horst/Winden, Stefan/de Witt, Siegfried (2004): Fachlexikon Immobilienwirtschaft, Falk, Bernd (Hrsg.), 3., aktualisierte und erweiterte Auflage, Köln 2004.

Haberler, Gottfried (1955): Prosperität und Depression. Eine theoretische Untersuchung der Konjunkturbewegungen (übersetzt durch Christof Reiner), in: Salin, Edgar/Spiethoff, Arthur (Hrsg.): Hand- und Lehrbücher aus dem Gebiet der Sozialwissenschaften, 2., erweiterte Auflage, Tübingen/Zürich 1955.

Hackethal, Andreas/Schmidt, Reinhard (2005): Structural Change in the German Banking System?, in: Johann Wolfgang Goethe-Universität. Fachbereich Wirtschaftswissenschaften (Hrsg.): Working Paper Series: Finance & Accounting, Nr. 147, Frankfurt am Main 2005.

Haltiwanger, John/Waldman, Michael (1985): Rational Expectations and the Limits of Rationality: An Analysis of Heterogeneity, in: American Economic Review, Vol. 75, Nr. 3/1985, S. 326-340.

Hardin III, William (1999): Behavioral research into heuristics and bias as an academic pursuit. Lessons from other disciplines and implications for real estate, in: Journal of Property Investment and Finance, vol. 17, Nr. 4/1999, S. 333-352.

Hardin III, William (1997): Heuristic use, credit constraints and real estate lending, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 15, Nr. 3/1997, S. 245-255.

Hartmann, Martina (1992): Repräsentation und Klassifikation des Konjunkturphänomens, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter/Nerb, Gernot (Hrsg.): CIRET Studien, Band 45, München 1992.

Hartzell, David/Pitman, Robert/Downs, David (1994): An Updated Look at the Size of the US Real Estate Market Portfolio, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 9, Nr. 2/1994, S. 197-212.

Heise, Michael (2002): Die Wiederkehr des Konjunkturzyklus, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 220, 21.9.2002, S. 13.

Hendershott, Patric (1996): Systematic valuation errors and property cycles: a clinical study of the Sydney office market, Konferenzbeitrag, RICS Cutting Edge Conference, Bristol 1996.

Hendershott, Patric/Hendershott, Robert/Ward, Charles (2003): Corporate Equity and Commercial Property Market 'Bubbles', in: Urban Studies, Vol. 40, Nr. 5,6/2003, S. 993-1009.

Hendershott, Patric/Lizieri, Colin/Matysiak, George (1999): The Workings of the London Office Market, in: Real Estate Economics, Vol. 27, Nr. 2/1999, S. 365-387.

- Hendershott, Patric/MacGregor, Bryan (2005a):** Investor Rationality: An Analysis of NCREIF Commercial Property Data, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 27, Nr. 4/2005a, S. 445-475.
- Hendershott, Patric/MacGregor, Bryan (2005b):** Investor Rationality: Evidence from U.K. Property Capitalization Rates, in: Real Estate Economics, Vol. 33, Nr. 2/2005b, S. 299-322.
- Hendershott, Patric/MacGregor, Bryan/Tse, Raymond (2002):** Estimation of the Rental Adjustment Process, in: Real Estate Economics, Vol. 30, Nr. 2/2002, S. 165-183.
- Hennings, Gerd (2000):** Immobilienökonomie - ein innovatives Lehr- und Forschungskonzept, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): 10 Jahre ebs IMMOBILIEN-AKADEMIE. Festschrift, Frankfurt am Main 2000, S. 48-57.
- Herring, Richard/Wachter, Susan (2003):** Bubbles in Real Estate Markets, in: Hunter, William/Kaufman, George/Pomerleano, Michael (Hrsg.): Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies, Cambridge/London 2003, S. 216-229.
- Herring, Richard/Wachter, Susan (1999):** Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective, in: University of Pennsylvania. Wharton Financial Institutions Center (Hrsg.): Working Papers, Nr. 99-27, Philadelphia 1999.
- Herzberg, Michael (1995):** Structuring a Real Estate Advisory Firm, in: Pagliari, Joseph (Hrsg.): The Handbook of Real Estate Portfolio Management, Boston et al. 1995, S. 855-876.
- Hess, Robert/Liang, Youguo (2003):** Sizing Up the US Real Estate Investment Market, in: Prudential Real Estate Investors (Hrsg.): Research Reports, Parsippany 2003.
- Heubes, Jürgen (1991):** Konjunktur und Wachstum, München 1991.
- Hilbers, Paul/Li, Qin/Zacho, Lisbeth (2001):** Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness, in: International Monetary Fund (Hrsg.): IMF Working Paper Nr. 01/129, Washington, D.C. 2001.
- Hinrichs, Hela (2005):** Key Market Indicators Q1 2005, Jones Lang LaSalle (Hrsg.), Hamburg 2005.
- Hinze, Jörg (2003):** Prognoseleistung von Frühindikatoren. Die Bedeutung von Frühindikatoren für Konjunkturprognosen – Eine Analyse für Deutschland, in: Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (Hrsg.): HWWA Discussion Paper Nr. 236, Hamburg 2003.
- Hirshleifer, David (2001):** Investor Psychology and Asset Pricing, in: Journal of Finance, Vol. 56, Nr. 4/2001, S. 1533-1597.
- Hirshleifer, David/Subrahmanyam, Avandhar/Titman, Sheridan (1994):** Security Analysis and Trading Patterns when Some Investors Receive Information Before Others, in: Journal of Finance, Vol. 49, Nr. 5/1994, S. 1665-1698.
- Hirshleifer, David/Teoh, Siew (2003):** Herd Behavior and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis, in: European Financial Management, Vol. 9, Nr. 1/2003, S. 25-66.

Hofmann, Boris (2001): The determinants of private sector credit in industrialised countries: do property prices matter?, in: Bank for International Settlements (Hrsg.): BIS Working Papers, Nr. 108, Basel 2001.

Holzmann, Christoph/Rottke, Nico (2005): Opportunity Funds, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Auflage, Köln 2005, S. 319-338.

Hommel, Ulrich/Lehmann, Hanna (2002): Risiko-Management in der Immobilienfinanzierung, in: Schulte, Karl-Werner et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking, Köln 2002, S. 229-253.

Hoppe, Hans-Hermann (1997): On Certainty and Uncertainty, Or: How Rational Can Our Expectations Be?, in: Review of Austrian Economics, Vol. 10, Nr. 1/1997, S. 49-78.

Hott, Christian/Kunkel, André/Nerb, Gernot (2004a): The Calculation of Turning Point Probabilities with the Ifo Business Climate, Konferenzbeitrag, 27. Centre for International Research on Economic Tendency Surveys Conference, Warschau 2004a.

Hott, Christian/Kunkel, André/Nerb, Gernot (2004b): Die Eignung des ifo Geschäftsklimas zur Prognose von konjunkturellen Wendepunkten, in: Goldrian, Georg (Hrsg.): Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 15, München 2004b, S. 334-358.

Hoyt, Homer (1947): The Effect of Cyclical Fluctuations Upon Real Estate Finance, in: Journal of Finance, Vol. 2, Nr. 1/1947, S. 51-64.

Hoyt, Homer (1933): One Hundred Years of Land Values in Chicago, Chicago 1933.

Hu, Dapeng/Pennington-Cross, Anthony (2001): The evolution of real estate in the economy, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 7, Nr. 2/2001, S. 169-176.

Hübner, Roland (2002): Terminbörsliche Immobilienderivate für Deutschland, in: Hummel, Detlev (Hrsg.): Schriftenreihe Finanzierung und Banken, Band 1, Sternenfels 2002.

Hübner, Roland/Kurzhals, Andreas (2000): Zur Prognose regionaler Immobilienmärkte - eine empirische Analyse des Zusammenhangs zur Konjunkturentwicklung, in: Hummel, Detlev (Hrsg.): Studien des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, Schwerpunkt Finanzierung und Banken, Universität Potsdam, Potsdam 2000.

Hüfner, Felix/Schröder, Michael (2002): Forecasting Economic Activity in Germany – How Useful are Sentiment Indicators?, in: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Hrsg.): Discussion Paper Nr. 02-56, Mannheim 2002.

Hüfner, Felix/Schröder, Michael (2001): Unternehmens- versus Analystenbefragungen – Zum Prognosegehalt von ifo-Geschäftserwartungen und ZEW-Konjunkturerwartungen, in: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Hrsg.): Discussion Paper Nr. 01-04, Mannheim 2001.

Hui, Eddie/Lui, Tsz-Ying (2002): Rational expectations and market fundamentals. Evidence from Hong Kong's boom and bust cycles, in: Journal of Property Investment and Finance, Vol. 20, Nr. 1/2002, S. 9-22.

- Hummel, Detlev/Hübner, Roland (2000):** Zum potentiellen Markt für Immobilienderivate, in: Der Langfristige Kredit, 51. Jahrgang, Nr. 2/2000, S. 6-9.
- Hummel, Detlev/Hübner, Roland (1998):** Zur Diskussion: Ein Mietpreis-Future gegen Immobilienrisiken, in: Der Langfristige Kredit, 49. Jahrgang, Nr. 3/1998, S. 73-81.
- Iblher, Felix/Pitschke, Christoph/Rottke, Nico/Schreiber, Nico-le/Breidenbach, Marc/Lucius, Dominik (2005):** Immobilienfinanzierung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2005, S. 529-625.
- ifo Institut für Wirtschaftsforschung (2005):** Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft. Forschungsprojekt im Auftrag von gif - Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. Wiesbaden. Kurzfassung von Kapitel 6. des Schlussberichts (Auszüge) zur Präsentation ausgewählter Ergebnisse am 14. Februar 2005 in Berlin, München 2005.
- IKB Deutsche Industriebank AG (2004):** Facetten der Projektentwicklung, Düsseldorf 2004.
- IVG Immobilien AG/Cushman & Wakefield Healey & Baker (2004):** Europäische Büromärkte 4. Quartal 2004, Bonn 2004.
- Jeffers, Mark (2001):** How to negotiate a smooth transfer between development lenders and investment lenders, in: Briefings in Real Estate Finance, Vol. 1, Nr. 2/2001, S. 135-141.
- Johnson, Harry (1971):** The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter-Revolution, in: American Economic Review, Vol. 61, Nr. 2/1971, S. 1-14.
- Jöhr, Walter (1972):** Zur Rolle des psychologischen Faktors in der Konjunkturtheorie, in: ifo Studien, 18. Jahrgang, Nr. 2/1972, S. 157-184.
- Jones Lang LaSalle Research Germany (2004):** Definitionen, Oktober 2004, Hamburg 2004.
- Jud, Donald/Frew, James (1990):** Atypicality and the Natural Vacancy Rate Hypothesis, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 18, Nr. 3/1990, S. 294-301.
- Just, Tobias (2005):** Wohnungsportfolios in Deutschland: Weitere Verkäufe programmiert, in: Deutsche Bank Research (Hrsg.): Aktuelle Themen Nr. 321, Frankfurt 2005.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1996):** On the Reality of Cognitive Illusions, in: Psychological Review, Vol. 103, Nr. 3/1996, S. 582-591.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1979):** Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, in: Econometrica, Vol. 47, Nr. 2/1979, S. 263-292.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1973):** On the psychology of prediction, in: Psychological Review, Vol. 80, Nr. 4/1973, S. 237-251.
- Kaiser, Ronald (1997):** The Long Cycle in Real Estate, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 14, Nr. 3/1997, S. 233-257.

Kaiser, Ulrich/Buscher, Herbert (1998): Der Service Sentiment Indicator - Ein Konjunkturklimaindikator für den Wirtschaftszweig unternehmensnahe Dienstleistungen, in: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Hrsg.): Dokumentation Nr. 98-04, Mannheim 1998.

Kaiser, Ulrich/Spitz, Alexandra (2002): Quantification of Qualitative Data Using Ordered Probit Models - With an Application to a Business Survey in the German Service Sector, in: Poser, Günter (Hrsg.): Economic Surveys and Data Analysis. CIRET Conference Proceedings, Paris 2000, Paris 2002, S. 75-104.

Karl, Thorsten (2002): "Das ist viel mehr als das übliche Klagen der Händler", in: Immobilien Zeitung, Nr. 22, 24.10.2002, S. 32.

Karsch, Werner (2004): Top 100 der deutschen Kreditwirtschaft. Bewegung in der Bankenwelt, in: Die Bank, Nr. 8, S. 33-35.

Kateley, Richard (1995): The Retail Sector, in: Pagliari, Joseph (Hrsg.): The Handbook of Real Estate Portfolio Management, Boston et al. 1995, S. 391-419.

Katona, George (1975): Psychological Economics, New York/Oxford/Amsterdam 1975.

Katona, George (1960): Das Verhalten der Verbraucher und Unternehmer. Über die Beziehungen zwischen Nationalökonomie, Psychologie und Sozialpsychologie, Tübingen 1960.

Kemper's Verlag & Agentur GmbH (2005): City News 1/2005. Informationen für Eigentümer, Investoren, Mieter und Projektentwickler, Düsseldorf 2005.

Keogh, Geoffrey (1994): Use and Investment Markets in British Real Estate, in: Journal of Property Valuation and Investment, Vol. 12, Nr. 4/1994, S. 58-72.

Kersten, Marc (2002): Konjunktur und Wachstum als Gegenstand der Wirtschaftstheorie. Eine modelltheoretische und methodologische Beurteilung moderner makroökonomischer Erklärungsansätze aus evolutionsökonomischer Sicht, Duisburger Volkswirtschaftliche Schriften, Band 37, Diss., Berlin 2002.

Key, Tony/Zarkesh, Firoozeh/MacGregor, Bryan/Nanthakumaran, Nanda (1994): Understanding the Property Cycle. Main Report, Royal Institution of Chartered Surveyors (Hrsg.), London 1994.

Key, Tony/Zarkesh, Firoozeh/MacGregor, Bryan/Nanthakumaran, Nanda (1993): A Literature Review, in: Royal Institution of Chartered Surveyors (Hrsg.): Working papers complementary to the main report "Understanding the Property Cycle", Nr. 2, London 1993.

Keynes, John Maynard (2000): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes (in der Übersetzung von Fritz Waeger), 8. Aufl., unveränd. Nachdruck der 1936 erschienenen 1. Aufl., Berlin 2000.

Keynes, John Maynard (1937): The General Theory of Employment, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 51, Nr. 2/1937, S. 209-223.

Keynes, John Maynard (1936): The General Theory of Employment, Interest, and Money, New York 1936.

Kirchgässner, Gebhard (1982): Sind die Erwartungen der Wirtschaftsobjekte "rational"? Eine empirische Untersuchung für die Bundesrepublik Deutschland, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 118, 1982, S. 215-240.

Kleff, Volker/Stirböck, Claudia (2004): ZEW Finanzmarktreport. Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten. Kurzinformation, Mannheim 2004.

Klein, Franz-Josef/Lejeune, Guy/Roy, Anne (1998): Construction of a Confidence Indicator for Retail Trade by the European Commission, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Social and Structural Change - Consequences for Business Cycle Surveys. Selected papers presented at the 23rd CIRET conference, Helsinki 1997, Aldershot et al. 1998, S. 447-461.

Klein, Philip (1995): Die Konjunkturindikatoren des NBER - Measurement without Theory?, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995, S. 32-44.

Klein, Philip (1983): The Neglected Institutionalism of Wesley Clair Mitchell: The Theoretical Basis for Business Cycle Indicators, in: Journal of Economic Issues, Vol. 17, Nr. 4/1983, S. 867-899.

Klein, Philip/Moore, Geoffrey (1983): The Leading Indicator Approach to Economic Forecasting - Retrospect and Prospect, in: Journal of Forecasting, Vol. 2, Nr. 2/1983, S. 119-135.

Kluger, Brian/Wyatt, Steve (2004): Are Judgment Errors Reflected in Market Prices and Allocations? Experimental Evidence Based on the Monty Hall Problem, in: Journal of Finance, Vol. 59, Nr. 3/2004, S. 969-997.

Knight, Frank (1948): Risk, Uncertainty, and Profit, The London School of Economics and Political Sciences (Hrsg.), Series of Reprints of Scarce Works in Economic and Political Science, Band 16, Seventh edition, with an additional note by the author, Boston/New York 1948.

Knobloch, Bernd (2005): Das Ende des Backstein-Portfolios. Geplante Immobilien-AGs setzen Unternehmenskapital frei – Bei der Umsetzung in Deutschland ist Tempo gefragt, in: Handelsblatt, Nr. 66, 6.4.2005, S. B5, Finanzplatz Deutschland.

Knobloch, Bernd (2002): Rahmenbedingungen und Strukturwandel im Immobilien-Banking, in: Schulte, Karl-Werner et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking, Köln 2002, S. 41-65.

Köhler, Peter/Landgraf, Robert (2005): Immobilienfirmen planen den Ausstieg. Angelsächsische Beteiligungsgesellschaften wollen riesige Bestände an deutschen Wohnungen an die Börse bringen, in: Handelsblatt, Nr. 95, 19.5.2005, S. 29.

Koopmans, Tjalling Charles (1947): Measurement without Theory, in: Review of Economics and Statistics, Vol. 29, Nr. 3/1947, S. 161-172.

Koppl, Roger (1991): Animal spirits, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 5, Nr. 3/1991, S. 203-210.

Körber-Weik, Margot (1984): Konjunkturdiagnose und Konjunkturmessung - Eine Problemskizze -, in: Bombach, Gottfried/Gahlen, Bernhard/Ott, Alfred

(Hrsg.): Perspektiven der Konjunkturforschung, Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Band 13, Tübingen 1984, S. 153-168.

Körber-Weik, Margot/Lindlbauer, Jürg-Dieter/Röhling, Wolfgang/Spörndli, Erich/Wiegert, Rolf (1988): Konjunkturfrühindikatoren. Grundlagen und Modellrechnungen mit Daten des Ifo-Konjunkturtests. Gutachten im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft, in: Institut für Angewandte Wirtschaftsforschung Tübingen (Hrsg.): Forschungsberichte, Serie A, Nr. 49, Tübingen 1988.

Korpacz, Peter (2005): Korpacz Real Estate Investor Survey. First Quarter 2005, PricewaterhouseCoopers LLP (Hrsg.), Korpacz Real Estate Investor Survey, Vol. 18, Nr. 1, Islandia 2005.

Korpacz, Peter (2001): Korpacz Real Estate Investor Survey. Third Quarter 2001, PricewaterhouseCoopers LLP (Hrsg.), Korpacz Real Estate Investor Survey, Vol. 14, Nr. 3, Islandia 2001.

Kromphardt, Jürgen (1989): Konjunktur- und Krisentheorie der 2. Hälfte des 19. Jahrhunderts, in: Schefold, Bertram (Hrsg.): Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie, Band 115 / VII, Berlin 1989, S. 9-34.

Kromphardt, Jürgen (1984): Ansätze der Konjunkturtheorie, in: Bombach, Gottfried/Gahlen, Bernhard/Ott, Alfred (Hrsg.): Perspektiven der Konjunkturforschung, Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Band 13, Tübingen 1984, S. 11-22.

Krumper, Arthur (1989): Nutzung der Befragungsergebnisse für die Konjunkturanalyse und Konjunkturprognose im Ifo-Institut, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989, S. 443-452.

Kukuk, Martin/Ronning, Gerd (1996): Estimation of the Indifference Interval from Business Survey Data: A Survey, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Business Cycle Surveys: Forecasting Issues and Methodological Aspects. Selected Papers Presented at the 22nd CIRET Conference, Singapore, 1995, Aldershot et al. 1996, S. 57-74.

Kunkel, André (2003): Zur Prognosefähigkeit des ifo Geschäftsklimas und seiner Komponenten sowie die Überprüfung der "Dreimal-Regel", in: ifo Institut für Wirtschaftsforschung (Hrsg.): ifo Diskussionsbeitrag Nr. 80, München 2003.

Kurz, Mordecai (1994): On the Structure and Diversity of Rational Beliefs, in: Economic Theory, Vol. 4, Nr. 6/1994, S. 877-900.

Kuznets, Simon (1930): Secular movements in production and prices, Boston 1930.

Langmantel, Erich (1989): Verwendung der Befragungsergebnisse in ökonometrischen Modellen. Verwendung im Ifo-Konjunkturmodell, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989, S. 478-489.

Langmantel, Erich (1988): Improving the Forecasting Behaviour of a Business Cycle Model with the Help of Anticipatory Survey Data, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Contributions of Business Cycle Surveys to Empirical Economics. Papers presented at the 18th CIRET Conference. Proceedings, Zürich 1987, Aldershot et al. 1988, S. 95-117.

LaSalle Investment Management (2005): Investment Strategy Annual, Chicago 2005.

LaSalle Investment Management (2003): Investment Strategy Annual, Chicago 2003.

Laumer, Helmut (1989): Zielsetzung der Ifo-Umfragen, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989, S. 3-6.

Leopoldsberger, Gerrit/Thomas, Matthias/Naubereit, Philipp (2005): Immobilienbewertung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2005, S. 453-527.

Lexis, Ulrike (2004): »Overbanked« – Bankenlandschaft im Wandel. Fakten und Hintergründe zur notwendigen Strukturveränderung, in: Forschung Frankfurt, Nr. 1/2004, S. 42-44.

Leykam, Monika (2005): Problemkind Ertragswert, in: Immobilien Zeitung, Nr. 4, 10.02.2005, S. 1.

Leykam, Monika (2004a): Definitionskatalog für Marktberichte. Gemeinsame Basis gegen Zahlenwirrwarr, in: Immobilien Zeitung, Nr. 25, 09.12.2004, S. 6.

Leykam, Monika (2004b): Kaufpreise für Anlageimmobilien. Ohne Druck kein Verkauf, in: Immobilien Zeitung, Nr. 13, 17.06.2004, S. 1.

Leykam, Monika (2000): Dem Zyklus auf der Spur, in: Immobilien Zeitung, Nr. 10, 5.5.2000, S. 1.

Lindlbauer, Jürg-Dieter (1995a): Ausgewählte Einzelindikatoren, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995a, S. 70-82.

Lindlbauer, Jürg-Dieter (1995b): Beurteilung ausgewählter Frühindikatoren, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995b, S. 238-251.

Lindlbauer, Jürg-Dieter (1989): Konjunkturtest, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989, S. 122-187.

Lindström, Tomas (2000): Qualitative Survey Responses and Production over the Business Cycle, in: Central Bank of Sweden (Hrsg.): Working Paper Nr. 116, Stockholm 2000.

Linneman, Peter (2004): A Disconnect in Real Estate Pricing?, in: Wharton Real Estate Review, Vol. 8, Nr. 1/2004, S. 5-12.

Lizieri, Colin/Baum, Andrew (2002): Real Estate Education in Europe, Urban Land Institute (Hrsg.), Brussels 2002.

Ljubic, Philip (2005): The yield puzzle - understand what it means to identify opportunities!!, Jones Lang LaSalle (Hrsg.), European Research, London 2005.

Loipfinger, Stefan (2003): Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2003, Griesstätt 2003.

- Long Jr., Clarence (1939):** Long Cycles in the Building Industry, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 53, Nr. 3/1939, S. 371-403.
- Louargand, Marc/Gately, Michael (2004):** Outlook 2004: The paradox of real estate capital markets and space markets, in: Briefings in Real Estate Finance, Vol. 3, Nr. 4/2004, S. 365-374.
- Lowrey, Charles (2004):** Diverging Values and Fundamentals: Phase or Transformation?, in: Wharton Real Estate Review, Vol. 8, Nr. 1/2004, S. 48-62.
- Lucas Jr., Robert (1977):** Understanding Business Cycles, in: Brunner, Karl/Meltzer, Allan (Hrsg.): Stabilization of the Domestic and International Economy, Band 5, Amsterdam et al. 1977, S. 7-29.
- Lucas Jr., Robert (1975):** An Equilibrium Model of the Business Cycle, in: Journal of Political Economy, Vol. 83, Nr. 6/1975, S. 1113-1144.
- Lucke, Bernd (1996):** Konjunkturforschung mit Burns-Mitchell-Methodologie, in: Konjunktur, Universität Hamburg. Institut für Wachstum und (Hrsg.): IWK Working Paper, Hamburg 1996.
- Machlup, Fritz (1983):** The Rationality of 'Rational Expectations', in: Journal of Economics, Vol. 23, Nr. 3/1983, S. 172-182.
- Maisel, Sherman (1963):** A Theory of Fluctuations in Residential Construction, in: American Economic Review, Vol. 53, Nr. 3/1963, S. 359-384.
- Malinvaud, Edmond (2002):** The Role of Business Survey Data in Macroeconomic Research and Practice, in: Poser, Günter (Hrsg.): Economic Surveys and Data Analysis. CIRET Conference Proceedings, Paris 2000, Paris 2002, S. 11-18.
- Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2002):** Construction and Property Survey. June 2002, Wellington 2002.
- Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2001):** Maltbys Outlook. August 2001, in: New Zealand Property Institute (Hrsg.): The Property Business, Nr. 3, Wellington 2001, S. 18-20.
- Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2000a):** Maltbys Outlook. April 2000, in: New Zealand Property Institute (Hrsg.): The Property Business, Nr. 2, Wellington 2000a.
- Maltby & Partners/New Zealand Property Institute (2000b):** Maltbys Outlook. August 2000, in: New Zealand Property Institute (Hrsg.): The Property Business, Nr. 3, Wellington 2000b, S. 12-14.
- Manginas, Nassos (2005):** DIX Deutscher Immobilien Index. Ergebnisse des deutschen Marktes 2004. Präsentation am 25. Mai 2005, Frankfurt 2005.
- Marquardt, Wilhelm/Strigel, Werner (1959):** Der Konjunkturtest. Eine neue Methode der Wirtschaftsbeobachtung, in: ifo Institut für Wirtschaftsforschung (Hrsg.): Schriftenreihe des Ifo-Instituts, Band 38, Berlin 1959.
- Mattern, Conrad (2000):** Praktiker-Handbuch Investment Research. Wirtschafts- und Finanzindikatoren als Market Movers, Stuttgart 2000.

- Matysiak, George/Tsolacos, Sotiris (2003):** Identifying short-term leading indicators for real estate rental performance, in: *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 21, Nr. 3/2003, S. 212-232.
- Maußner, Alfred (1994):** *Konjunkturtheorie*, Berlin et al. 1994.
- McDonald, John (2000):** Rent, Vacancy and Equilibrium in Real Estate Markets, in: *Journal of Real Estate Practice and Education*, Vol. 3, Nr. 1/2000, S. 55-69.
- Mejia, Luis (1999):** Availability of Credit and Loan Default: A Look at the Commercial Mortgage Supply Cycle, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 18, Nr. 1/1999, S. 175-196.
- Meltzer, Allan (2003):** Rational and Nonrational Bubbles, in: Hunter, William/Kaufman, George/Pomerleano, Michael (Hrsg.): *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, Cambridge/London 2003, S. 23-33.
- Miles, Mike (1997):** A foundation for the strategic real estate allocation: The space market index, in: *Real Estate Finance*, Vol. 14, Nr. 3/1997, S. 23-30.
- Miller, Norman/Sklarz, Michael (1986):** A Note On Leading Indicators of Housing Market Price Trends, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 1, Nr. 1/1986, S. 99-109.
- Mitchell, James/Smith, Richard /Weale, Martin (2004):** Aggregate versus Disaggregate Survey-Based Indicators of Economic Activity, Konferenzbeitrag, 27. Centre for International Research on Economic Tendency Surveys Conference, Warschau 2004.
- Mitchell, Wesley (1961):** Business Cycles: The Problem and Its Setting, in: National Bureau of Economic Research (Hrsg.): *Studies in Business Cycles*, Band 1, 17., unveränderte Aufl., New York 1961.
- Moerschen, Tobias (2004):** Immobilien-Lawine rollt durch die USA, in: *Handelsblatt*, Nr. 240, 9.12.2004, S. 25.
- Mongin, Philippe (1998):** Expected Utility Theory, in: Davis, John/Hands, Wade/Mäki, Uskali (Hrsg.): *Handbook of Economic Methodology*, London 1998, S. 342-350.
- Moore, Geoffrey/Shiskin, Julius (1967):** Indicators of Business Expansion and Contractions, in: National Bureau of Economic Research (Hrsg.): *Occasional Paper* Nr. 103, Cambridge 1967.
- Mueller, Glenn (2002):** What Will The Next Real Estate Cycle Look Like?, in: *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 8, Nr. 2/2002, S. 115-125.
- Mueller, Glenn (2001):** Predicting Long-Term Trends and Market Cycles in Commercial Real Estate, in: University of Pennsylvania. Zell/Lurie Real Estate Center (Hrsg.): *Working Papers*, Nr. 388, Philadelphia 2001.
- Mueller, Glenn (1999):** Real Estate Rental Growth Rates at Different Points in the Physical Market Cycle, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 18, Nr. 1/1999, S. 132-150.
- Mueller, Glenn (1995):** Understanding Real Estate's Physical and Financial Market Cycles, in: *Real Estate Finance*, Vol. 12, Nr. 1/1995, S. 47-52.

Muldavin, Scott (2002): Market Contradictions Confuse Capital Forecasts, in: Real Estate Finance, Vol. 19, Nr. 4/2002, S. 4-9.

Muldavin, Scott/D'Andrea, John (2002): Capital Markets Stabilize Real Estate Economy, in: PREA Quarterly, Summer, 2002, S. 26-34.

Mullainathan, Sendhil/Thaler, Richard (2000): Behavioral Economics, in: Massachusetts Institute of Technology (Hrsg.): MIT Economics Working Paper Nr. 00-27, Cambridge 2000.

Müller International Immobilien GmbH (2004): Retail Market Report. Germany 2004/2005, Frankfurt am Main 2004.

Muth, John (1961): Rational Expectations and the Theory of Price Movements, in: Econometrica, Vol. 29, Nr. 6/1961, S. 315-335.

Nabarro, Rupert/Key, Tony (2003): Performance measurement & real estate lending risk, Konferenzbeitrag, IMF/BIS Conference on Real Estate Indicators and Financial Stability, Washington, DC 2003.

Naggl, Walter (1989): Verwendung im Prognosemodell von Naggl, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989, S. 469-478.

Nanthakumaran, Allison/Watkins, Craig (1999): Understanding property market dynamics: insights from modelling the supply-side adjustment mechanism, in: University of Aberdeen (Hrsg.): Aberdeen Papers in Land Economy, Nr. 99-05, Aberdeen 1999.

Nerb, Gernot (2004): Bedeutung von repräsentativen Unternehmensumfragen für die empirische Konjunkturforschung, in: Goldrian, Georg (Hrsg.): Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 15, München 2004, S. 2-14.

Nerb, Gernot (1995): Aussagefähigkeit ausgewählter Indikatoren an konjunkturellen Wendepunkten, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995, S. 317-341.

Nerb, Gernot (1989a): Analysen des Unternehmerverhaltens mit qualitativen Daten, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989a, S. 72-81.

Nerb, Gernot (1989b): Indikatoren für die Konjunkturanalyse und Konjunkturprognose. Einführung, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989b, S. 355-356.

Nerb, Gernot (1989c): Zusammengesetzte Indikatoren und Indikatorensysteme, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989c, S. 356-358.

Nerb, Gernot (1983): Leading Indikatoren aus Konjunktumfragen (Internationale Erfahrungen), in: Anderson, Oskar (Hrsg.): Qualitative und quantitative Konjunkturindikatoren, Göttingen 1983, S. 69-83.

Nerb, Gernot (1975): Konjunkturprognose mit Hilfe von Urteilen und Erwartungen der Konsumenten und der Unternehmer, in: ifo Institut für Wirtschaftsforschung (Hrsg.): Schriftenreihe des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung, Band 86, Diss., Berlin 1975.

- Nerlove, Marc (1983):** Expectations, Plans and Realizations in Theory and Practice, in: *Econometrica*, Vol. 51, Nr. 5/1983, S. 1251-1279.
- Neumann, Frauke (1989):** Investitionstest, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): *Handbuch der Ifo-Umfragen*, Berlin 1989, S. 187-231.
- Newell, Graeme/McAllister, Patrick/Brown, Stephen (2003):** The accuracy of Property Forecasting in the UK, Konferenzbeitrag, 10. European Real Estate Society Conference, Helsinki 2003.
- Newell, Graeme/Worzala, Elaine/McAllister, Patrick/Schulte, Karl-Werner (2004):** An International Perspective on Real Estate Research Priorities, in: *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 10, Nr. 3/2004, S. 161-170.
- Niederstadt, Karen (2005):** Internationale Verbände. Große Auswahl, weltweite Kontakte, in: *Immobilienwirtschaft*, Nr. 3/2005, S. 18-19.
- Nierhaus, Wolfgang (1999a):** Aus dem Instrumentenkasten der Konjunkturanalyse: Veränderungsraten im Vergleich, in: *ifo Schnelldienst*, 52. Jahrgang, Nr. 27/1999a, S. 11-19.
- Nierhaus, Wolfgang (1999b):** Methods of Business Cycle Forecasting, in: *ifo Digest*, Nr. 1/1999b, S. 14-25.
- Nierhaus, Wolfgang/Sturm, Jan-Egbert (2004):** Methoden der Wirtschaftsprognose und Konjunkturindikatoren, in: Goldrian, Georg (Hrsg.): *Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung*, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 15, München 2004, S. 273-301.
- Nilsson, Ronny (2000):** Confidence Indicators and Composite Indicators, Konferenzbeitrag, 25. Conference of the Centre for International Research on Economic Tendency Surveys, Paris 2000.
- o. V. (2005):** DTZ-Immobilienbarometer. Stimmung (noch) gedrückt, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 13, 16.06.2005, S. 5.
- o. V. (2004a):** Abwärtstrend unübersehbar, in: *Wirtschaftswoche*, Nr. 26/2004a, 17.06.2004, S. 214.
- o. V. (2004b):** Immobilienzertifikate bis die Hütte brennt, in: *Wirtschaftswoche*, Nr. 21/2004b, 13.5.2004, S. 141.
- o. V. (2004c):** Life After the Disconnect, in: *Prudential Real Estate Investors* (Hrsg.): *Research Reports*, Parsippany 2004c.
- o. V. (2001):** DTZ-Immobilienbarometer. Glaskugel hat ausgedient - Indizes im Kommen, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 10, 10.05.2001, S. 3.
- o. V. (1985):** Tjalling Koopmans, won a share of '75 Nobel Prize in economics, in: *The Boston Globe*, 01.03.1985, S. 25.
- OECD (2003):** *Business Tendency Surveys: A Handbook*, Paris 2003.
- OECD (2002):** *Measuring the Non-Observed Economy. A Handbook*, Paris 2002.
- OECD (1998):** *OECD Composite Leading Indicators. a tool for short-term analysis*, Paris 1998.

Oppenländer, Karl Heinrich (2002): Business Cycle Survey Data: Definition, Importance, and Application, Konferenzbeitrag, 26. Centre for International Research on Economic Tendency Surveys Conference, Taipei 2002.

Oppenländer, Karl Heinrich (1995a): Eigenschaften und Einteilung von Konjunkturindikatoren, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995a, S. 23-29.

Oppenländer, Karl Heinrich (1995b): Einige Anwendungsbeispiele von qualitativen Konjunkturindikatoren zum besseren Verständnis von Konjunkturzyklen, in: ifo Studien, 41. Jahrgang, Nr. 1/1995b, S. 475-493.

Oppenländer, Karl Heinrich (1995c): Wirtschaftsprognosen - Hilfen für die Unternehmensplanung, in: Krystek, Ulrich/Link, Jörg (Hrsg.): Führungskräfte und Führungserfolg. Festschrift zum 60. Geburtstag von Dietger Hahn, Wiesbaden 1995c, S. 191-202.

Oppenländer, Karl Heinrich (1995d): Zum Konjunkturphänomen, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995d, S. 4-22.

Orphanides, Athanasios/Williams, John (2003): Imperfect Knowledge, Inflation Expectations, and Monetary Policy, in: National Bureau of Economic Research (Hrsg.): NBER Working Paper Nr. 9884, Cambridge 2003.

Parigi, Giuseppe/Schlitzer, Guiseppe (1995): Ökonometrische Modelle und Frühindikatoren, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995, S. 198-215.

Paschedag, Holger (2002): Darlehens- und Hypothekenfinanzierung, in: Schulte, Karl-Werner et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking, Köln 2002, S. 69-88.

Pätzold, Jürgen (1998): Stabilisierungspolitik, 6., vollst. überarb. und aktualisierte Aufl., Bern/Stuttgart/Wien 1998.

Peek, Joe/Rosengren, Eric (1996): Bank regulatory agreements and real estate lending, in: Real Estate Economics, Vol. 24, Nr. 1/1996, S. 55-73.

Peek, Joe/Rosengren, Eric (1994): Bank real estate lending and the New England capital crunch, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 22, Nr. 1/1994, S. 33-58.

Pellissier, Murray (2004): Business Confidence, Business Climate and Business Activity Expectations Indicators Measuring the Same Business Horizon, Konferenzbeitrag, 27. Centre for International Research on Economic Tendency Surveys Conference, Warschau 2004.

Penzkofer, Horst (2004): Innovationstest, in: Goldrian, Georg (Hrsg.): Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 15, München 2004, S. 148-159.

Persons, Warren (1928): Pigou. Industrial Fluctuations, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 42, Nr. 4/1928, S. 669-677.

Persons, Warren (1927): Theories of business fluctuations, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 41, 1927, S. 94-128.

- Pesaran, Hashem (1990):** Expectations in Economics, in: University of Cambridge, Department of Applied Economics (Hrsg.): DAE Working Paper Nr. 9016, Cambridge 1990.
- Pfnür, Andreas/Armonat, Stefan (2001):** Ergebnisbericht "Immobilienkapitalanlage institutioneller Investoren - Risikomanagement und Portfolioplanung, in: Universität Hamburg, Arbeitsbereich öffentliche Wirtschaft am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften (Hrsg.): Arbeitspapier Nr. 26, Hamburg 2001.
- Pfnür, Andreas/Hedden, Nele (2002):** Ergebnisbericht zur empirischen Untersuchung „Corporate Real Estate 2002 – Institutionalisierung des betrieblichen Immobilienmanagements“, in: Universität Hamburg, Arbeitsbereich Öffentliche Wirtschaft am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften (Hrsg.): Arbeitspapier Nr. 28, Hamburg 2002.
- Phillips, Keith (1998):** The composite index of leading economic indicators: A comparison of approaches, in: Journal of Economic & Social Measurement, Vol. 25, Nr. 3,4/1998, S. 141-162.
- Pigou, Arthur (1967):** Industrial Fluctuations, 2nd edition, London 1967.
- Pilder, Christhard (1984):** Die empirische Erhebung von Unternehmenserwartungen als Beitrag zur Konjunkturprognose, Frankfurt am Main 1984.
- Pitschke, Christoph (2004):** Die Finanzierung gewerblicher Immobilien-Projektentwicklungen unter Basel II, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 30, Diss., Köln 2004.
- Plumb, Craig/Sethi, Jacqueline/Malhorta, Vikram/Kelly, Jeremy/Hart, Michael/Keane, Matthew (2004):** Deciding where to offshore, Jones Lang LaSalle (Hrsg.), Chicago 2004.
- Pollakowski, Henry/Wachter, Susan/Lynford, Lloyd (1992):** Did Office Market Size Matter in the 1980s? A Time-Series Cross- Sectional Analysis of Metropolitan Area Office Markets, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 20, Nr. 1/1992, S. 303-324.
- Poole, William (1976):** Rational Expectations in the Macro Model, in: Brookings Papers on Economic Activity, Nr. 2/1976, S. 463-505.
- Porten, Thomas (2004):** Büromarktberichte. Wie ernst werden sie genommen? Und was nutzen sie?, in: Immobilien Zeitung, Nr. 19, 16.9.2004, S. 3.
- Poser, Günter (1989):** Nutzung der Befragungsergebnisse für die Wirtschaftspolitik, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989, S. 464-469.
- Poser, Günter (1983):** Konjunkturindikatoren: Ihre Stärken und Schwächen, in: Anderson, Oskar (Hrsg.): Qualitative und quantitative Konjunkturindikatoren, Göttingen 1983, S. 7-22.
- Powell, Susan/Leming, Nick (2004):** European Office Property Clock, Q3 2004, in: Jones Lang LaSalle (Hrsg.): European Research, London 2004.
- Pyhrr, Stephen/Born, Waldo/Manning, Christopher/Roulac, Stephen (2003):** Project and Portfolio Management Decisions: A Framework and Body of Knowledge Model for Cycle Research, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 9, Nr. 1/2003, S. 1-16.

Pyhrr, Stephen/Born, Waldo/Robinson III, Rudy/Lucas, Scott (1996): Real Property Valuation in a Changing Economic and Market Cycle, in: The Appraisal Journal, Vol. 64, Nr. 1/1996, S. 14-26.

Pyhrr, Stephen/Roulac, Stephen/Born, Waldo (1999): Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 18, Nr. 1/1999, S. 7-68.

Quigley, John (2001): Real Estate and the Asian Crisis, in: Journal of Housing Economics, Vol. 10, Nr. 2/2001, S. 129-161.

Quigley, John (1999): Real Estate Prices and Economic Cycles, in: International Real Estate Review, Vol. 2, Nr. 1/1999, S. 1-20.

Rabianski, Joseph/Black, Roy (1999): An international perspective on the importance of real estate concepts and topics, in: Journal of Real Estate Practice and Education, Vol. 2, Nr. 1/1999, S. 13-32.

Rabin, Matthew (2002): A perspective on psychology and economics, in: European Economic Review, Vol. 46, Nr. 4,5/2002, S. 657-685.

Rabin, Matthew (1998): Psychology and Economics, in: Journal of Economic Literature, Vol. 36, Nr. 1/1998, S. 11-46.

Ramser, Hans Jürgen (1992): Beschäftigung und Konjunktur aus nicht-walrasianischer Sicht: Ein theoretischer Rahmen, in: ifo Studien, 38. Jahrgang, 1992, S. 26-41.

Ramser, Hans Jürgen (1988): Neuere Beiträge zur Konjunkturtheorie: Ein Überblick, in: Universität Konstanz, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften und Statistik (Hrsg.): Diskussionsbeiträge, Serie I, Nr. 237, Konstanz 1988.

Reichel, Reiner (2005a): Geschlossene Fonds stehen als Steuersparmodelle vor dem Aus. Auch nach einem möglichen Regierungswechsel wird die Verlustverrechnung eingeschränkt, in: Handelsblatt, Nr. 105, 03.06.05, S. 37.

Reichel, Reiner (2005b): Immobilienfonds drohen Preiseinbrüche, in: Handelsblatt, Nr. 100, 27.5.2005, S. 37.

Reichel, Reiner (2005c): Nachgefragt: Wolfgang Kleiber. Gutachter sollten jährlich wechseln, in: Handelsblatt, Nr. 100, 27.5.2005, S. 37.

Rettberg, Udo (2005a): Investoren bauen derzeit auf Immobilien. Fachleute warnen vor einer spekulativen Blase - Banken entwickeln Derivate zur Risikoabsicherung, in: Handelsblatt, Nr. 105, 03.06.05, S. B8, Derivate.

Rettberg, Udo (2005b): Zertifikate bilden ein globales Immobilien-Portfolio ab. Noch vor der Reits-Zulassung können Deutsche in diese Anlageklasse einsteigen, in: Handelsblatt, Nr. 105, 03.06.05, S. B8, Derivate.

Rettberg, Udo (2004): Derivate treten zum großen Siegeszug an, in: Handelsblatt, Nr. 171, 3.9.2004, S. B1, Derivate.

Roberts, Ivan/Simon, John (2001): What do sentiment surveys measure?, in: Reserve Bank of Australia (Hrsg.): Research Discussion Paper Nr. 2001-09, Sydney 2001.

- Ronning, Gerd (1984):** Wie viel Information enthält die Antwortkategorie "unverändert" in Tendenzbefragungen?, in: ifo Studien, 30. Jahrgang, 1984, S. 261-271.
- Rosen, Kenneth (1984):** Toward a Model of the Office Building Sector, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 12, Nr. 3/1984, S. 261-269.
- Rosen, Kenneth/Smith, Lawrence (1983):** The Price-Adjustment Process for Rental Housing and the Natural Vacancy Rate, in: American Economic Review, Vol. 73, Nr. 4/1983, S. 779-786.
- Rottke, Nico (2004):** Investitionen mit Real Estate Private Equity, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 29, Diss., Köln 2004.
- Rottke, Nico/Holzmann, Christoph (2004):** Performance- und Finanzmanagement - Wertschöpfungsstrategien von Opportunity Funds, Teil 2, in: Immobilien Manager, Nr. 1,2/2004, S. 20-22.
- Rottke, Nico/Holzmann, Christoph (2003):** Discount Deals und (Re)Development - Wertschöpfungsstrategien von Opportunity Funds, Teil 1, in: Immobilien Manager, Nr. 12/2003, S. 28-30.
- Rottke, Nico/Wernecke, Martin/Schwartz, Arthur (2003):** Real Estate Cycles in Germany - Causes, Empirical Analysis and Recommendations for the Management Decision Process, in: Journal of Real Estate Literature, Vol. 11, Nr. 3/2003, S. 327-345.
- Roulac, Stephen (2002):** Requisite Knowledge for Effective Property Involvements in the Global Context, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Real Estate Education throughout the World: Past, Present and Future, Research Issues in Real Estate, Band 7, Boston 2002, S. 3-24.
- Roulac, Stephen (1999):** The role of trust in real estate, in: Real Estate Issues, Vol. 24, Nr. 2/1999, S. 8-14.
- Roulac, Stephen (1996):** Real Estate Market Cycles, Transformation Forces and Structural Change, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 2, Nr. 1/1996, S. 1-17.
- Roulac, Stephen (1982):** Valuation Decisions in a Turbulent Economy: Challenge to Tradition, Opportunity for Distinction, in: The Appraisal Journal, Vol. 50, Nr. 4/1982, S. 564-580.
- Royston, Paul (2003):** Beyond Finance Theory: How Framing Influences the Behaviour of Real Estate Investors, Konferenzbeitrag, 10. European Real Estate Society Conference, Helsinki 2003.
- Ruppert, Wolfgang (2004a):** Konjunkturstest Bauhauptgewerbe, in: Goldrian, Georg (Hrsg.): Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 15, München 2004a, S. 29-38.
- Ruppert, Wolfgang (2004b):** Konjunkturstest Verarbeitendes Gewerbe, in: Goldrian, Georg (Hrsg.): Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 15, München 2004b, S. 16-28.

Sahling, Leonard (1991): Real Estate Markets in the 1990s, in: Challenge, Vol. 34, Nr. 4/1991, S. 43-52.

Samuelson, Paul (1939): Interactions between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration, in: Review of Economics and Statistics, 21, Nr. 7/1939, S. 75-78.

Santero, Teresa/Westerlund, Niels (1996): Confidence Indicators and their Relationship to Changes in Economic Activity, in: Organisation for Economic Co-Operation and Development (Hrsg.): Working Papers, Nr. 170, Paris 1996.

Savage, Leonard (1954): The Foundations of Statistics, New York 1954.

Schebeck, Fritz/Tichy, Gunther (1984): Die "Stylized-Facts" in der modernen Konjunkturdiskussion, in: Bombach, Gottfried/Gahlen, Bernhard/Ott, Alfred (Hrsg.): Perspektiven der Konjunkturforschung, Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Band 13, Tübingen 1984, S. 207-224.

Schips, Bernd (2002): Konjunkturtheorie und empirische Konjunkturanalyse, in: Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (Hrsg.): HWWA Discussion Paper Nr. 177, Hamburg 2002.

Schulte, Karl-Werner (2003): The role of investment and finance in real estate education and research throughout the world, in: Property Management, Vol. 21, Nr. 1/2003, S. 97-113.

Schulte, Karl-Werner (2002a): Die Immobilienökonomie als interdisziplinäres Lehr- und Forschungskonzept, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, Band 1, Nr. 1/2002a, S. 8-14.

Schulte, Karl-Werner (2002b): Germany, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Real Estate Education Throughout the World: Past, Present and Future, Research Issues in Real Estate, Band 7, Boston 2002b, S. 125-148.

Schulte, Karl-Werner (2000): Immobilienökonomie - ein innovatives Lehr- und Forschungskonzept, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): 10 Jahre ebs IMMOBILIENAKADEMIE. Festschrift, Frankfurt am Main 2000.

Schulte, Karl-Werner/Boll, Philip (2005): Studie zur Immobilienanlagepolitik deutscher Investoren. Das Büro bleibt das Objekt der Begierde, in: Immobilien Wirtschaft, Nr. 3/2005, S. 30-31.

Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Rottke, Nico (2002): Grundlagen der Projektentwicklung aus immobilienwirtschaftlicher Sicht, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2., aktualisierte und erweiterte Aufl., Köln 2002.

Schulte, Karl-Werner/Bulwien, Hartmut/Sturm, Verena/Zimmermann, Matthias (2004): Forschungsschwerpunkte der Immobilienökonomie - Ergebnisse empirischer Studien, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, Band 3, Nr. 1/2004, S. 6-26.

Schulte, Karl-Werner/Holzmann, Christoph (2005): Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2005, S. 167-205.

- Schulte, Karl-Werner/Newell, Graeme/Worzala, Elaine (2003):** Property Research Priorities in Germany, Konferenzbeitrag, 10. European Real Estate Society Conference, Helsinki 2003.
- Schulte, Karl-Werner/Rottke, Nico/Pitschke, Christoph (2005):** Transparency in the German real estate market, in: Journal of Property Investment and Finance, Vol. 23, Nr. 1/2005, S. 90-108.
- Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (2005):** Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2005, S. 47-69.
- Schulte, Karl-Werner/Schulte-Daxböck, Gisela (2005):** Aus- und Weiterbildung für Immobilienberufe, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien 2005, S. 71-90.
- Schulte, Karl-Werner/Schulte-Daxböck, Gisela (2003a):** International Concepts of Real Estate Education & Research. Opening Speech, Konferenzbeitrag, 4. African Real Estate Society Conference, Nairobi 2003a.
- Schulte, Karl-Werner/Schulte-Daxböck, Gisela (2003b):** Internationalisation of Real Estate Education, Konferenzbeitrag, 9. Pacific Rim Real Estate Society Conference, Brisbane 2003b.
- Schulte, Karl-Werner/Schulte-Daxböck, Gisela (2000):** Immobilienökonomie - ein Vergleich des ebs Aus- und Weiterbildungskonzeptes mit den "Real Estate Studies" in Großbritannien und den USA, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): 10 Jahre ebs IMMOBILIENAKADEMIE. Festschrift, Frankfurt am Main 2000, S. 58-63.
- Schulten, Andreas/Rometsch, Gitta (2002):** Strukturmerkmale und Organisation der Projektentwickler in Deutschland, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Köln 2002, S. 535-545.
- Schwab, Beat (1996):** Integrating Survey Results and Macroeconomic Data in Business Cycle Forecasts, in: Köhler, Annette/Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Selected Papers submitted to the 22nd CIRET Conference 1995 in Singapore, Part I, CIRET Studien, Band 50, München 1996, S. 203-217.
- Seitz, Helmut (1989a):** Die Quantifizierung von Tendenzbefragungsdaten: Ein Überblick, in: ifo Studien, 35. Jahrgang, Nr. 1/1989a, S. 1-26.
- Seitz, Helmut (1989b):** Urteile, Erwartungen und Pläne von Unternehmen in der ökonomischen Theorie, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989b, S. 37-60.
- Shefrin, Hersh (2002):** Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing, Oxford 2002.
- Shefrin, Hersh/Statman, Meir (2003):** The Contributions of Daniel Kahneman and Amos Tversky, in: Journal of Behavioral Finance, Vol. 4, Nr. 2/2003, S. 54-58.

Shiller, Robert (2002a): Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion, in: Financial Analysts Journal, Vol. 58, Nr. 3/2002a, S. 18-26.

Shiller, Robert (2002b): From Efficient Market Theory to Behavioral Finance, in: Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University (Hrsg.): Cowles Foundation Discussion Paper Nr. 1385, New Haven 2002b.

Shiller, Robert (1998): Human Behavior and the Efficiency of the Financial System, in: Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University (Hrsg.): Cowles Foundation Discussion Paper Nr. 1172, New Haven 1998.

Shilling, James (1997): Economic forces shaping investment in office markets, in: Journal of Property Finance, Vol. 8, Nr. 4/1997, S. 283-302.

Shleifer, Andrei (2000): Inefficient Markets. An Introduction to Behavioural Finance, Oxford 2000.

Siegenthaler, Hansjörg (1984): Vertrauen, Erwartungen und Kapitalbildung im Rhythmus von Strukturperioden wirtschaftlicher Entwicklung: Ein Beitrag zur theoriegeleiteten Konjunkturgeschichte, in: Bombach, Gottfried/Gahlen, Bernhard/Ott, Alfred (Hrsg.): Perspektiven der Konjunkturforschung, Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Band 13, Tübingen 1984, S. 121-136.

Simon, Herbert (1986): Rationality in Psychology and Economics, in: Journal of Business, Vol. 59, Nr. 4, Part 2/1986, S. 209-224.

Simon, Herbert (1978): Rationality as Process and as Product of Thoughts, in: American Economic Review, Vol. 68, Nr. 2/1978, S. 1-16.

Simon, Herbert (1977): Theorien der Entscheidung in den Wirtschafts- und Verhaltenswissenschaften, in: Witte, Eberhard/Thimm, Alfred (Hrsg.): Entscheidungstheorie. Texte und Analysen, Wiesbaden 1977, S. 82-107.

Simon, Herbert (1955): A Behavioral Model of Rational Choice, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 69, Nr. 1/1955, S. 99-118.

Sismondi, Simonde de (1819): Nouveaux Principes d' Économie Politique, Paris 1819.

Sivitanides, Petros (1997): The rent adjustment process and the structural vacancy rate in the commercial real estate market, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 13, Nr. 2/1997, S. 195-209.

Sivitanides, Petros/Southard, Jon /Torto, Raymond/Wheaton, William (2001): The determinants of appraisal-based capitalization rates, in: Real Estate Finance, Vol. 18, Nr. 2/2001, S. 27-37.

Sivitanides, Petros/Torto, Raymond/Wheaton, William (2003): Structural Shifts in Real Estate Capital Markets: Fact or Fiction?, in: Torto Wheaton Research (Hrsg.): Special Report, Boston 2003.

Snyman, Johan (1996): New Leading Indicators for the South African Building Industry, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Business Cycle Surveys: Forecasting Issues and Methodological Aspects. Selected Papers Presented at the 22nd CIRET Conference, Singapore, 1995, Aldershot et al. 1996, S. 213-228.

- Snyman, Johan (1994):** The Development of Leading Indicators for the South African Building Industry Using Qualitative and Quantitative Data, Diss., Cape Town 1994.
- Stein, Jeremy (1987):** Informational Externalities and Welfare-Reducing Speculation, in: Journal of Political Economy, Vol. 95, Nr. 6/1987, S. 1123-1145.
- Strigel, Werner (1995):** Andersons Beitrag zur Analyse der Ifo Konjunkturumfragen, in: ifo Studien, 41. Jahrgang, Nr. 1/1995, S. 463-474.
- Strigel, Werner (1989a):** Die Entwicklung der Ifo-Umfragen seit 1949, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989a, S. 6-14.
- Strigel, Werner (1989b):** Synopse der Ifo-Umfragen, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989b, S. 334-343.
- Strigel, Werner (1989c):** Zum Aussagewert unternehmerischer Antizipationen, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Handbuch der Ifo-Umfragen, Berlin 1989c, S. 60-71.
- Strigel, Werner (1985):** The Business Climate as Leading Indicator, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Nerb, Gernot/Poser, Günter (Hrsg.): Essays on the Performance of Leading Indicators Based on Qualitative Data, CIRET Studien, Band 36, München 1985, S. 1-56.
- Stuart, O. /Mocke, A. (1992):** Development of Leading Indicators in the Building and Construction Industry, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Business Cycle Analysis by Means of Economic Surveys, Part II. Papers presented at the 20th CIRET Conference. Proceedings, Budapest 1991, Aldershot et al. 1992, S. 57-84.
- Studley, Peter /Ljubic, Philip/Renshaw, Melanie (2002a):** DB Real Estate Survey of Leasing Sentiment, 1 October 2002, DB Real Estate (Hrsg.), Sydney 2002a.
- Studley, Peter /Ljubic, Philip/Renshaw, Melanie (2002b):** DB Real Estate Survey of Leasing Sentiment, 20 December 2002, DB Real Estate (Hrsg.), Sydney 2002b.
- Szczesny, Andrea/Dornau, Robert/Anders, Ulrich (1997):** G-Mind - German Market Indicator. Analyse des Stimmungsindikators und seiner Subkomponenten, in: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Hrsg.): Dokumentation Nr. 97-04, Mannheim 1997.
- Teichmann, Ulrich (1988):** Grundriß der Konjunkturpolitik, 4., verbesserte und erweiterte Auflage, München 1988.
- Tessaring, Irene (1992):** Analyse und Prognose industrieller Nachfrageverläufe im In- und Ausland mit Hilfe von Konjunkturtestdaten - Beispiele aus der Praxis der Investitionsgüterindustrie, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter/Nerb, Gernot (Hrsg.): Zur Analyse und Prognose von Wirtschaftsverläufen anhand von Konjunkturtestdaten: Beiträge zur Theorie und aus der Praxis, CIRET Studien, Band 44, München 1992, S. 85-132.

Texas A&M University (2006): TRECI: Texas Real Estate Confidence Index. Historical Survey Results, <http://recenter.tamu.edu/news/TRECIhist.html>, Abrufdatum: 30.03.2006.

Thaler, Richard (2000): From Homo Economicus to Homo Sapiens, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 14, Nr. 1/2000, S. 133-141.

Thomas, Matthias (1997): Die Entwicklung eines Performanceindex für den deutschen Immobilienmarkt, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 2, Diss., Köln 1997.

Tichy, Gunther (1994): Konjunktur: stilisierte Fakten, Theorie, Prognose, 2., völlig neu bearbeitete Aufl., Berlin/Heidelberg 1994.

Tichy, Gunther (1992): Erwartungsbildung und Konjunkturforschung: Axiomatik versus Erhebungen, in: ifo Studien, 38. Jahrgang, 1992, S. 43-82.

Tichy, Gunther (1990): Haberlers Konjunkturtheorie des gesunden Menschenverstandes, in: Wirtschaftspolitische Blätter, 37. Jahrgang, Nr. 4/1990, S. 377-383.

Tobin, James (1995): Overview of the General Theory. Behavior of an economic system without government intervention, in: Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University (Hrsg.): Cowles Foundation Discussion Paper Nr. 1093, New Haven 1995.

Trichet, Jean-Claude (2003): Asset Price Bubbles and Their Implications for Monetary Policy and Financial Stability, in: Hunter, William/Kaufman, George/Pomerleano, Michael (Hrsg.): Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies, Cambridge/London 2003, S. 15-22.

Tse, Raymond/Fischer, Dominique (2003): Estimating Natural Vacancy Rates in Office Markets Using a Time-Varying Model, in: Journal of Real Estate Literature, Vol. 11, Nr. 1/2003, S. 37-45.

Tsolacos, Sotiris/Keogh, Geoffrey/McGough, Tony (1997): Modelling use, investment and development in the British office market, in: University of Aberdeen (Hrsg.): Aberdeen Papers in Land Economy, Nr. 97-01, Aberdeen 1997.

Tsolacos, Sotiris/McGough, Tony (1999): Rational Expectations, Uncertainty and Cyclical Activity in the British Office Market, in: Urban Studies, Vol. 36, Nr. 7/1999, S. 1137-1149.

Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1974): Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases, in: Science, Vol. 185, Nr. 4157/1974, S. 1124-1131.

Ulrich, Hans (1984): Management, in: Dyllick, Thomas/Probst, Gilbert (Hrsg.): Schriftenreihe Unternehmung und Unternehmensführung, Band 13, Bern 1984.

Valente, Joe/Williams, Paul/Dziewulska, Kasia/Hayward, Natalie/Walker, Alex/Sander, Anthony/Chin, Henry/Kinder, Nick (2005): Money into Property Europe 2005. A Research Proposal, DTZ Research (Hrsg.), London 2005.

van Suntum, Ulrich (1998): Konjunkturindikatoren. Aussagefähigkeit und Treffsicherheit, in: Allgemeines Statistisches Archiv, 82. Band, Nr. 1/1998, S. 81-95.

- Vandell, Kerry (2003):** Tax Structure and Natural Vacancy Rates in the Commercial Real Estate Market, in: Real Estate Economics, Vol. 31, Nr. 2/2003, S. 245-267.
- Verband deutscher Hypothekenbanken (2005):** Jahresbericht 2004, Berlin 2005.
- Voith, Richard/Crone, Theodore (1988):** National Vacancy Rates and the Persistence of Shocks in U.S. Office Markets, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 16, Nr. 4/1988, S. 437-458.
- von Neumann, John/Morgenstern, Oskar (1944):** Theory of Games and Economic Behavior, Princeton 1944.
- Vosgerau, Hans-Jürgen (1984):** Einige Problemkomplexe der Konjunkturforschung, in: Bombach, Gottfried/Gahlen, Bernhard/Ott, Alfred (Hrsg.): Perspektiven der Konjunkturforschung, Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Band 13, Tübingen 1984, S. 3-7.
- Wagster, John (1999):** The Basle Accord of 1988 and the international credit crunch of 1989-1992, in: Journal of Financial Services Research, Vol. 15, Nr. 2/1999, S. 123-143.
- Walbröhl, Victoria (2001):** Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger - eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 15, Diss., Köln 2001.
- Walras, Léon (1874):** Éléments d'Économie Politique Pure, Lausanne 1874.
- Wang, F. Albert (2001):** Overconfidence, Investor Sentiment, and Evolution, in: Journal of Financial Intermediation, Vol. 10, Nr. 2/2001, S. 138-170.
- Weber, Jürgen/Weißenberger, Barbara/Liekweg, Arnim (1999):** Risk Tracking and Reporting, in: Weber, Jürgen (Hrsg.): Advanced Controlling - Neue Aufgabenfelder und Instrumente, Band 11, Vallendar 1999.
- Weber, William/Devaney, Michael (1999):** Bank efficiency, risk-based capital, and real estate exposure: The credit crunch revisited, in: Real Estate Economics, Vol. 27, Nr. 1/1999, S. 1-25.
- Weichselberger, Annette (2004):** Investitionstest Verarbeitendes Gewerbe, in: Goldrian, Georg (Hrsg.): Handbuch der umfragebasierten Konjunkturforschung, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 15, München 2004, S. 101-116.
- Wenke, Martin (1992):** Das Konsumklima der Gesellschaft für Konsum-, Markt- und Absatzforschung (GfK) als Variable zur Antizipation gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen, in: Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter/Nerb, Gernot (Hrsg.): Zur Analyse und Prognose von Wirtschaftsverläufen anhand von Konjunkturtestdaten: Beiträge zur Theorie und aus der Praxis, CIRET Studien, Band 44, München 1992, S. 133-158.
- Wernecke, Martin (2004):** Büroimmobilienzyklen. Eine Analyse der Ursachen, der Ausprägungen in Deutschland und der Bedeutung für Investitionsentscheidungen, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 31, Diss., Köln 2004.

- Wernecke, Martin/Rottke, Nico/Holzmann, Christoph (2004):** Incorporating the Real Estate Cycle into Management Decisions - Evidence from Germany, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 10, Nr. 3/2004, S. 171-186.
- Wheaton, William (1999):** Real Estate "Cycles": Some Fundamentals, in: Real Estate Economics, Vol. 27, Nr. 2/1999, S. 209-230.
- Wheaton, William (1987):** The Cyclic Behavior of the National Office Market, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 15, Nr. 4/1987, S. 281-299.
- Wheaton, William/Torto, Raymond (1988):** Vacancy Rates and the Future of Office Rents, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 18, Nr. 4/1988, S. 430-436.
- Whetten, David (1989):** What Constitutes a Theoretical Contribution, in: Academy of Management Review, Vol. 14, Nr. 4/1989, S. 490-495.
- Wiktorin, Anne (2005a):** Deutsche Firmen trennen sich von Immobilienbesitz. Studie: Ein Drittel des Bestandes von Großunternehmen steht zum Verkauf, in: Handelsblatt, Nr. 40, 25.2.2005, S. 39.
- Wiktorin, Anne (2005b):** Günstige Mieten erleichtern den Einzug. Weiterhin hoher Leerstand trotz großer Zahl an Neuvermietungen in Frankfurts Bürozentren, in: Handelsblatt, Nr. 110, 10.6.2005, S. 43.
- Witkiewicz, Witold (2002):** The Use of the HP-Filter in Constructing Real Estate Cycle Indicators, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 23, Nr. 1,2/2002, S. 65-87.
- Wolter, Stefan (1996):** Expectation Formation of Survey Participants: An Experimental Approach, in: Köhler, Annette/Oppenländer, Karl Heinrich/Poser, Günter (Hrsg.): Selected Papers submitted to the 22nd Ciret Conference 1995 in Singapore, Part II, CIRET Studien, Band 50, München 1996, S. 1-23.
- Wolverton, Marvin/Diaz III, Julian (1996):** Investigation into price knowledge induced comparable sale selection bias, Konferenzbeitrag, RICS Cutting Edge Conference, Bristol 1996.
- Zarnowitz, Victor (1998):** Has the Business Cycle Been Abolished?, in: Business Economics, Vol. 33, Nr. 4/1998, S. 39-45.
- Zarnowitz, Victor (1995):** Globale Konjunktur- und Wachstumszyklen, in: Oppenländer, Karl Heinrich unter Mitarbeit von Köhler, Annette (Hrsg.): Konjunkturindikatoren, München/Wien 1995, S. 253-281.
- Zarnowitz, Victor (1985):** Rational Expectations and Macroeconomic Forecasts, in: Journal of Business & Economic Statistics, Vol. 3, Nr. 4/1985, S. 293-311.
- Zarnowitz, Victor/Boschan, Charlotte (1975):** Cyclical indicators: An evaluation of new leading indexes, in: Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce (Hrsg.): Business Conditions Digest, Washington, D.C. 1975.
- Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (2005):** ZEW Finanzmarktreport. Einschätzungen und Erwartungen zu internationalen Finanzmarktdaten, 14. Jahrgang, Nr. 4, Mannheim 2005.

Zhu, Haibin (2002): Das Ausbleiben eines Konjunkturzyklus bei Gewerbeimmobilien, in: Bank for International Settlements (Hrsg.): BIZ-Quartalsbericht, September, Basel 2002, S. 63-75.

Ziering, Barry/Worzala, Elaine (1997): The Real Estate Research Interests of the Plan Sponsor Community: Survey Results, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 13, Nr. 2/1997, S. 115-143.

Zwick, Rami/Erev, Ido/Budescu, David (1999): The psychological and economical perspectives on human decisions in social and interactive contexts, in: Budescu, David/Erev, Ido/Zwick, Rami (Hrsg.): Games and human behavior: Essays in honor of Amnon Rapoport, New Jersey 1999, S. 3-20.